

## Obawy S&P nie tylko o Polskę. Co ze złotym?

Piątkowe obniżenie wiarygodności kredytowej Polski przez amerykańską agencję ratingową Standard & Poor's było prawdziwym zaskoczeniem, zwłaszcza że główną przyczyną są obawy o stabilność instytucjonalną państwa. Jak w tej sytuacji w najbliższych dniach oraz w kolejnych miesiącach może zachowywać się złoty?

Zaskoczenie, szok, niedowierzanie czy - jak napisało w oficjalnym komunikacie polskie Ministerstwo Finansów - „niezrozumiała decyzja”. Takie uczucia towarzyszyły w piątkowe popołudnie wielu ekonomistom i uczestnikom rynku, prawdopodobnie nie tylko w kraju, ale i za granicą. Agencja Standard & Poor's (S&P) ogłosiła obniżenie polskiego ratingu z A- do BBB+. Zrewidowała przy tym również perspektywę: z pozytywnej na negatywną.

Wielu rynkowym obserwatorom uczucie zdziwienia towarzyszy z kilku powodów. Pierwszym jest skala obniżki. Z wiarygodności kredytowej na poziomie A- (perspektywa pozytywna) zmiana mogła polegać na obniżeniu samej perspektywy do neutralnej czy dalej do negatywnej. Gdyby natomiast zdecydowano się na cięcie całego ratingu, to przynajmniej sugestia kolejnego ruchu mogłaby być neutralna. Wybrano jednak rozwiązanie, które zakłada większe prawdopodobieństwo dalszej redukcji wiarygodności kredytowej, niż jej podniesienia, czyli perspektywę negatywną.

Po drugie, od 1995 r. agencje jedynie podwyższały rating Polski i nie było przypadku, by ta wiarygodność była redukowana. To prawdopodobnie jedna z przyczyn silnej reakcji na rynku walutowym.

Kolejnym zaskakującym elementem jest samo uzasadnienie decyzji. S&P twierdzi, że (cyt. za PAP) „od wygrania wyborów w październiku 2015 r., nowy polski rząd zainicjował różne działania legislacyjne, które naszym zdaniem osłabiają niezależność i efektywność kluczowych instytucji, jak wynika z naszej oceny instytucjonalnej”.

Pewnego zdziwienia również nie kryje również wielu ekonomistów za granicą. - To jest nowa era ratingów, gdzie agencje ratingowe mówią nam, że coraz bardziej obawiają się wydarzeń politycznych oraz perspektywy reform, niż pozytywnych fundamentów gospodarczych, które mogą podtrzymywać wiarygodność kraju - mówi Simon Quijano-Evans, ekonomista Commerzbank AG w Londynie, cytowany przez agencję Bloomberg. Dalej jednak dodaje, że będzie on rekomendował redukcję ekspozycji na polski dług swoim klientom.

### Nie tylko polski przykład

Z drugiej jednak strony warto zauważyć, że S&P zwraca uwagę na kwestie związane z ogólną stabilnością polityczną od dłuższego czasu. W dokumencie datowanym na 6 listopada 2015 r. - “Dlaczego polityka ma znaczenie dla ratingów”, wymienia między innymi przypadek Stanów Zjednoczonych z 2011 r., kiedy wiarygodność została obcięta z AAA do AA+, z perspektywą negatywną ze względów „ryzyka politycznego i rosnącego długu”.

Podobna sytuacja dotyczy obecnie również Wielkiej Brytanii, dla której, według S&P, rządowa decyzja dotycząca referendum na temat członkostwa w EU pokazuje, że „polityka gospodarcza może być narażona na większe ryzyko polityki partyjnej, niż wcześniej oczekiwaliśmy”.

Perspektywa ratingu Wysp Brytyjskich została obniżona w dniu 12 czerwca 2015 r. do negatywnej.

Agencja również przypomniała w listopadzie obniżenie w styczniu 2012 r. ratingu dziewięciu krajów strefy euro. S&P podawało wtedy, że „nasz pogląd, dotyczący efektywności stabilności oraz przewidywalności europejskich władz i politycznych instytucji, nie jest tak silny, jak wcześniej tego oczekiwaliśmy”.

## **Przyczyny ekonomiczne i dalsze skutki**

Prócz kwestii instytucjonalnych, S&P oczekuje wzrostu deficytu sektora finansów publicznych do 3.2 proc. PKB w 2016 r. Agencja jako elementy wzrostu wydatków wymienia ogłoszone lub planowane zmiany obejmujące (cyt. za PAP) „cofnięcie reformy emerytalnej, która obniży wiek emerytalny dla kobiet z powrotem do 60 lat, a mężczyzn do 65 lat; wyższe zasiłki dla dzieci za sprawą programu 500+; wyższą kwotę wolną od podatku oraz płacę minimalną i darmowe leki dla osób starszych”.

Bloomberg z kolei donosi, że agencja „może dalej obniżyć rating, jeżeli uzna, że nastąpiło dalsze osłabienie niezależności, wiarygodności oraz efektywności kluczowych instytucji, a zwłaszcza NBP”. „Dodatkowo możemy obniżyć rating, jeżeli finanse publiczne pogorszą się poza nasz scenariusz bazowy, a bilans przychodów i wydatków stanie się bardziej ujemny”.

Jeżeli zaś chodzi o skutki decyzji S&P, to biorąc pod uwagę złożoność sytuacji, najważniejszy prawdopodobnie będzie ten przytoczony przez Magdalenę Polan. Cytowana przez Bloomberg ekonomistka Goldman Sachs twierdzi, że „obniżenie wiarygodności kredytowej może zredukować popyt na polskie aktywa od bardziej konserwatywnych inwestorów z bardziej surowymi kryteriami ratingu, takich jak banki centralne”.

Polan również uważa, że decyzja agencji „zredukuje portfel obligacji trzymany przez długoterminowych inwestorów oraz zwiększy wrażliwość polskiego długu oraz rynku walutowego na zewnętrzny sentyment oraz poziom stóp procentowych za granicą”.

## **Hipotetyczna reakcja na złotym**

Już wczoraj, tuż po ogłoszeniu decyzji o obcięciu ratingu przez S&P, złoty osłabł o niespełna 10 gr do podstawowych walut. Za euro trzeba już płacić prawie 4.50 zł, co jest najwyższym poziomem od czterech lat. Dolar natomiast już kosztuje 4.11 zł, co oznacza, że amerykańska waluta jest warta najwięcej od ponad 13 lat.

Na rynku można znaleźć wiele analogii związanych z obniżeniem wiarygodności kredytowej kraju. Są to chociażby ostatnie przykłady cięcia ratingów w krajach rozwijających się, takich jak Brazylia czy Republika Południowej Afryki, gdzie lokalne waluty cały czas tracą na wartości. Z drugiej strony, powyższe przykłady nie oddają sytuacji w Polsce. W Ameryce Łacińskiej czy RPA sytuacja gospodarcza jest znacznie gorsza niż w naszym kraju, a te państwa są w znacznym stopniu uzależnione od eksportu taniej surowców.

Podobnym, choć cały czas nie idealnym przykładem, jest obcięcie ratingu Węgrom przez S&P z poziomu A- do BBB+ z perspektywą negatywną, 15 czerwca 2006 r. Skala ruchu była więc podobna, a dodatkowo gospodarka węgierska ma przybliżone parametry do polskiej.

Forint przez lata jest także silnie dodatnio skorelowany ze złotym, co jest dowodem na podobne traktowanie go przez inwestorów.

Wówczas forint w ciągu dwóch tygodni osłabł do euro ok. 5 proc., jednak ten ruch względnie szybko został odwrócony i już w połowie lipca węgierska waluta wróciła do poziomów sprzed obniżki. Było to prawdopodobnie spowodowane względnie dobrym nastawieniem do regionu (w tym samym czasie złoty zyskał niespełna 4 proc.).

Pewnym zagrożeniem dla złotego może być rynek długu, którego zmienność będzie w najbliższych dniach prawdopodobnie wysoka. Część inwestorów może redukować pozycje, a część zachęcona niższą wyceną PLN i wyższymi rentownościami obligacji może szukać okazji rynkowych. To prawdopodobnie jeszcze bardziej zwiększy poziom wahań złotego oraz prawdopodobieństwo wyjścia przez euro czy dolara wyraźnie ponad poziomy odpowiednio 4.50 zł i 4.10 zł.

## **Podsumowanie**

Decyzja S&P ma negatywny wpływ na postrzeganie Polski, a także wycenę obligacji oraz złotego. Za kilka tygodni będzie ona jednak prawdopodobnie tracić bezpośredni wpływ na rynek długu czy krajową walutę, gdyż rynek zacznie skupiać się na wydarzeniach globalnych oraz bieżących publikacjach makro z kraju.

Z drugiej jednak strony, gdy sytuacja na świecie bądź w Polsce będzie się pogarszać, reakcja inwestorów na złotym i obligacjach prawdopodobnie będzie znacznie bardziej nerwowa, niż to miało miejsce dotychczas. Może mieć to także wpływ realną gospodarkę w postaci wyższych kosztów dla przedsiębiorstw, związanych z wahaniami na rynku walutowym. Przy globalnym zamieszaniu również inwestorzy zagraniczni mogą oczekiwać wyższych stóp zwrotu z polskich obligacji, co zwiększyłoby koszt obsługi długu zagranicznego.

Odbudowa poprzedniej pozycji może być więc trudna i czasochłonna, a jeżeli sytuacja nie ulegnie poprawie, inwestorzy zapewne szybko przypomną sobie przykład Węgier, których wiarygodność kredytowa od pierwszego cięcia ratingu z poziomu A- do BBB+ spadła w trzy lata do BBB-, a po kolejnych dwóch do poziomu spekulacyjnego potocznie nazywanego śmieciowym. Do tej pory ocena wszystkich agencji ratingowych dla Węgier jest poniżej poziomu inwestycyjnego.