



Bruksela, dnia 23.10.2015 r.
COM(2015) 515 final

SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY
w sprawie stosowności opracowania europejskiej oceny wiarygodności kredytowej
państw

I. Wprowadzenie

Niedawny kryzys zadłużeniowy w UE ujawnił zakłócenie równowagi makroekonomicznej i uwypuklił ryzyko związane z nadmiernym poleganiem na zewnętrznych ratingach kredytowych długu państwowego. Ratingi kredytowe długu państwowego odgrywają pewną rolę w określaniu kosztów pozyskiwania finansowania przez rządy. W czasie kryzysu nadmierne poleganie na ratingach kredytowych spowodowało zakłócenie rynku, które może, w pewnych okolicznościach, osłabić stabilność finansową w UE.

Negatywne skutki nadmiernego polegania na ratingach państw można ograniczyć, jeżeli inwestorzy na unijnym rynku obligacji państwowych będą sami oceniać wiarygodność kredytową państw europejskich, zamiast polegać wyłącznie lub mechanicznie na zewnętrznych ratingach kredytowych. Aby to osiągnąć, inwestorzy powinni posiadać dokładne i odpowiednie informacje umożliwiające im przeprowadzenie własnej oceny ryzyka kredytowego państw.

Właściwa ocena wiarygodności kredytowej państw europejskich ułatwia inwestowanie w obligacje skarbowe państw członkowskich UE. Przyczynia się to do budowania ogólnego zaufania inwestorów do rynków w poszczególnych państwach członkowskich, które wpływa na ich decyzje inwestycyjne dotyczące innych klas aktywów w tych państwach członkowskich, np. inwestycje w zarejestrowane w tych państwach przedsiębiorstwa i instytucje finansowe. Dostępność odpowiednich i dokładnych informacji na temat wiarygodności kredytowej państw europejskich może stanowić wkład w wytyczne polityczne przewodniczącego Junckera jako element leżący u podstaw stymulowania inwestycji.

W niniejszym sprawozdaniu opisano ryzyko zaobserwowane w związku z nadmiernym poleganiem na ratingach obligacji skarbowych (sekcja II) i dotychczasową reakcję polityczną (sekcja III). Następnie przeanalizowano w nim, czy istniejące źródła informacji są wystarczające i odpowiednie dla inwestorów, aby umożliwić im przeprowadzenie własnej oceny ryzyka kredytowego państw (sekcja IV), lub czy dodatkowe narzędzie – ewentualnie w formie europejskiej oceny wiarygodności kredytowej państw¹ – jest właściwe i może stanowić uzupełnienie istniejących informacji (sekcja V i VI).

II. Nadmierne poleganie na ratingach zewnętrznych na rynkach obligacji państwowych

1. Ryzyko związane z nadmiernym poleganiem na ratingach państw

Niedawny kryzys zadłużeniowy uwypuklił ryzyko związane z nadmiernym poleganiem na ratingach państw. Kryzys uwidocznił, że w pewnych warunkach gospodarczych takie nadmierne poleganie może spowodować powstanie efektu tzw. klifu, wskutek którego

¹ Art. 39b ust. 2 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z dnia 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych, Dz.U. L 302 z 17.11.2009, s. 1 („rozporządzenie w sprawie agencji ratingowych”).

inwestorzy zmniejszają swoją ekspozycję w odniesieniu do niektórych obligacji skarbowych i innych instrumentów dłużnych, co z kolei może doprowadzić do osłabienia stabilności finansowej. Taki efekt klifu może wystąpić w związku z obniżeniem oceny wiarygodności kredytowej, w szczególności poniżej pewnego progu. Może to wywołać dodatkowy efekt płynnościowy ze względu na konieczność spełnienia regulacyjnych wymogów kapitałowych. Sytuacja taka ujawniła się w czasie ostatniego kryzysu finansowego, gdy pogarszające się prognozy ekonomiczne wywarły presję na finanse publiczne. Doprowadziło to do obniżenia wartości obligacji skarbowych, powodując jednocześnie wyprzedanie instrumentów dłużnych przez instytucje finansowe i inwestorów. Na takie reakcje rynku dodatkowy wpływ miały odniesienia do ratingów w niektórych przepisach finansowych² oraz nadmierne poleganie przez instytucje finansowe na ratingach w wyniku zawartej umowy.

Możliwe skutki ratingów państw wykraczają daleko poza bezpośredni wpływ na obligacje skarbowe państw objętych ratingiem i mogą prowadzić do negatywnego efektu rozlania na rynki, a nawet na państwa, które mają znaczące powiązania gospodarcze („efekt domina”). Efekty te ulegają wzmocnieniu w wyniku wzajemnych powiązań między ratingami państw a ratingami podmiotów działających w tych państwach. Takie powiązania wynikają z metod stosowanych przez agencje ratingowe, które często obniżają najkorzystniejszy rating kredytowy instrumentu finansowego w ramach danej jurysdykcji do ratingu państwa (często określanego jako „pułap państwa”). W rezultacie obniżenie ratingu państwa często powoduje obniżenie ratingów innych instrumentów finansowych znajdujących się w państwie, w tym ratingów obligacji korporacyjnych i instytucji finansowych.

2. Uwagi dotyczące ratingów państw i unijnych rynków obligacji

Z dowodów empirycznych zebranych w trakcie kryzysu zadłużeniowego w UE wynika, że wystąpiła „[...] znacząca reakcja spreadów rentowności obligacji skarbowych na zmiany zarówno ocen ratingowych, jak i perspektywy ratingowej, szczególnie istotna w przypadku negatywnych zapowiedzi”³. Ponadto wykazano, że „[...] obniżenia ratingów

² Odniesienia do zewnętrznych ratingów kredytowych można znaleźć na przykład w standardowej metodzie obliczania wymogów kapitałowych dotyczących banków (dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE, Dz.U. L 176 z 27.6.2013, s. 338 (CRD IV) oraz rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dz.U. L 176 z 27.6.2013, s. 1 (CRR)) oraz w wymogach kapitałowych dotyczących zakładów ubezpieczeń (rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2015/35 z dnia 10 października 2014 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, Dz.U. L 12 z 17.1.2015, s. 1 (Wyłącalność II)) i w wymogach depozytowych dotyczących rozliczanych niecentralnie kontrahentów.

³ António Afonso, Davide Furceri, Pedro Gomes, „Sovereign Credit Ratings and Financial Market Linkages. Application to European Data”, ECB working paper series, nr 1347, październik 2011 r., dokument dostępny na stronie internetowej: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1347.pdf>

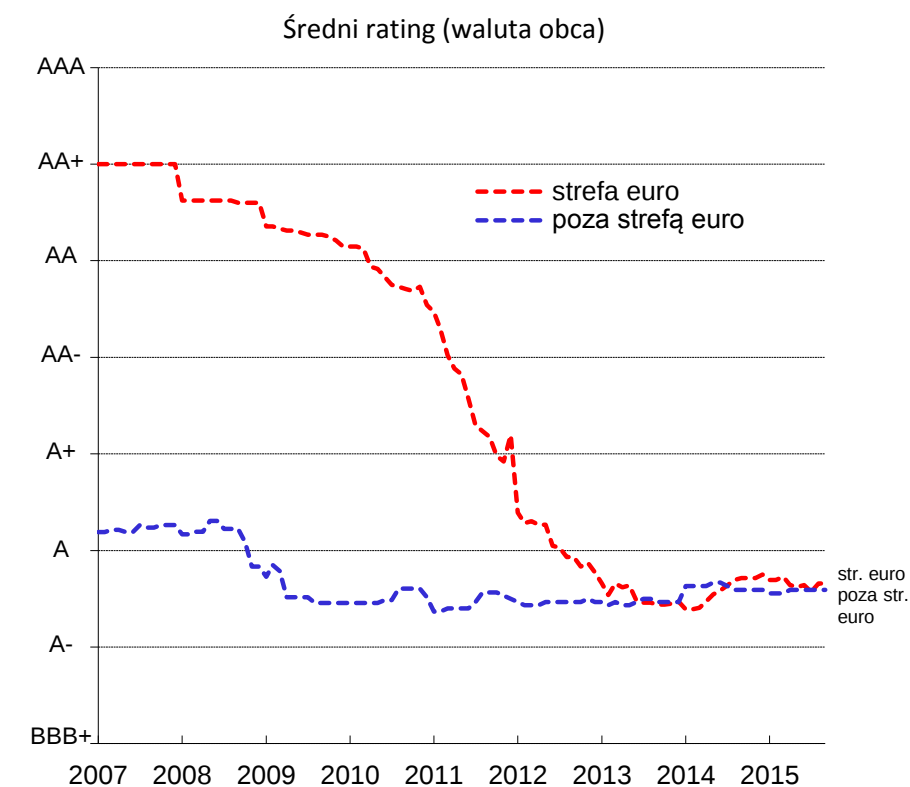
państw wywołały istotny pod względem statystycznym i ekonomicznym efekt rozlania zarówno w odniesieniu do państw, jak i rynków finansowych, co oznacza, że zapowiedzi agencji ratingowych mogą wywołać niestabilność finansową”⁴.

Na wykresie 1 widać, że do 2008 r. ratingi kredytowe państw członkowskich należących do strefy euro były średnio wyższe niż ratingi kredytowe państw członkowskich spoza strefy euro. Podczas gdy średni rating kredytowy państw członkowskich należących do strefy euro utrzymywał się na poziomie „AA+”⁵, państwa członkowskie spoza strefy euro uzyskiwały średni rating „A”. Dopiero po kryzysie finansowym, w latach 2009–2010, zaobserwowano ograniczone i podobne pogorszenie ratingów kredytowych, średnio o dwa poziomy, państw członkowskich należących do strefy euro i państw członkowskich spoza strefy euro. Następnie od początku 2011 r. miało miejsce gwałtowne obniżenie ratingu państw członkowskich należących do strefy euro, ze średniego poziomu „AA” w 2011 r. do poziomu „A-” w 2013 r. Średni rating kredytowy państw członkowskich należących do strefy euro jest obecnie mocniejszy niż rating państw członkowskich spoza strefy euro po okresie ich zbieżności na poziomie „A-” w 2013 r.

⁴ Rabah Arezki, Bertrand Candelon i Amadou N. R. Sy, „Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis”, IMF working paper series, nr WP/11/68, marzec 2011 r., dokument dostępny na stronie internetowej: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1168.pdf>; António Afonso, Pedro Gomes i Abderrahim Taamouti, „Sovereign Credit Ratings, Market Volatility and Financial Gains”, ECB working paper series, nr 1654, marzec 2014 r., dokument dostępny na stronie internetowej: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1654.pdf>

⁵ W celu ułatwienia prezentacji na wykresie 1 ratingi kredytowe wystawione przez trzy różne agencje (Standard & Poor’s, Moody’s i Fitch) zobrazowano na jednej skali ratingowej od poziomu AAA (najniższe ryzyko kredytowe) do poziomu D (najwyższe ryzyko kredytowe). Pełna skala wykorzystana do zobrazowania jest następująca: AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+, CCC, CCC-, CC+, CC, CC-, C+, C, C- i D. Przy interpretowaniu wykresu 1 należy wziąć pod uwagę fakt, że podstawowe metody ratingowe poszczególnych agencji, których ratingi wykorzystano w próbie, różnią się.

Wykres 1: Tendencje w zakresie ratingów państw w UE⁶

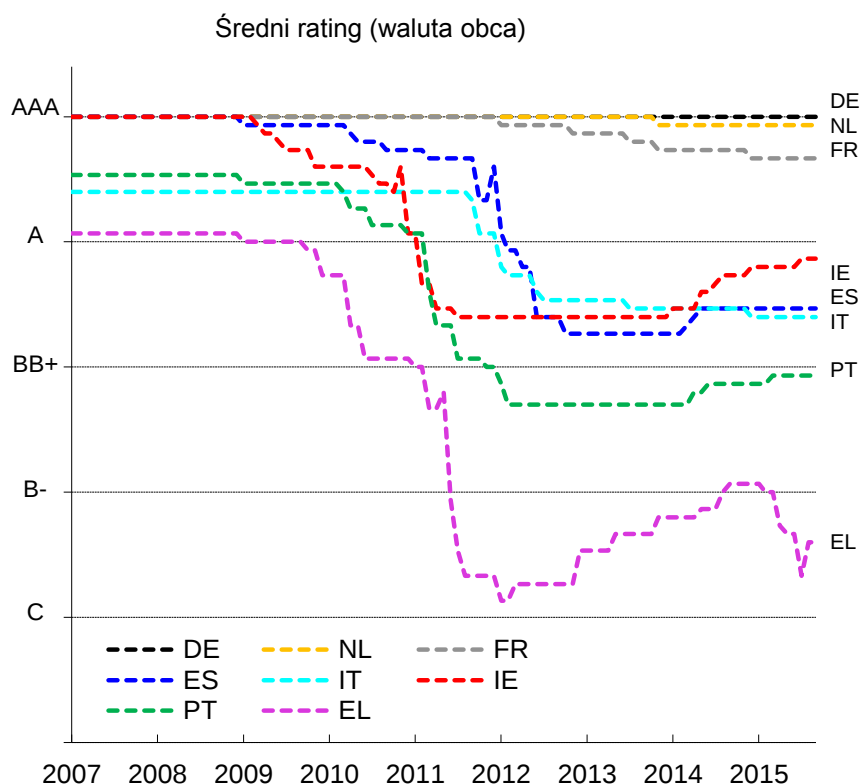


Na wykresach 2 i 3 na potwierdzenie powyższej analizy przedstawiono ewolucję ratingów kredytowych wybranych państw członkowskich, zarówno ze strefy euro, jak i spoza niej. Przed 2009 r. próba państw należących do strefy euro wykazywała rating „A” lub wyższy, jak przedstawiono na wykresie 2. W czasie kryzysu zadłużeniowego ratingi kredytowe kilku państw członkowskich⁷ gwałtownie spadły w latach 2010–2012 i umiarkowanie poprawiły się od końca 2013 r.

⁶ Na wykresie przedstawiono prostą średnią nieważoną długoterminowych ratingów obligacji państwowych w walucie obcej wystawionych przez agencje Standard & Poor’s, Moody’s i Fitch w odniesieniu do państw członkowskich zarówno ze strefy euro, jak i spoza niej. Średni rating syntetyczny został uzyskany na podstawie odległości (liczba poziomów) od ratingu potrójnego A i obejmuje średni rating tych agencji ratingowych o wystarczającym zasięgu międzypaństwowym. W przypadku porównań międzynarodowych stosuje się chętniej ratingi w walucie obcej niż ratingi w walucie krajowej, ponieważ te ostatnie obejmują ryzyko walutowe, na jakie narażeni są inwestorzy międzynarodowi.

⁷ IE, EL, ES, IT, PT.

Wykres 2: Tendencje w zakresie ratingów państw w strefie euro



Źródło: własne obliczenia Komisji Europejskiej.

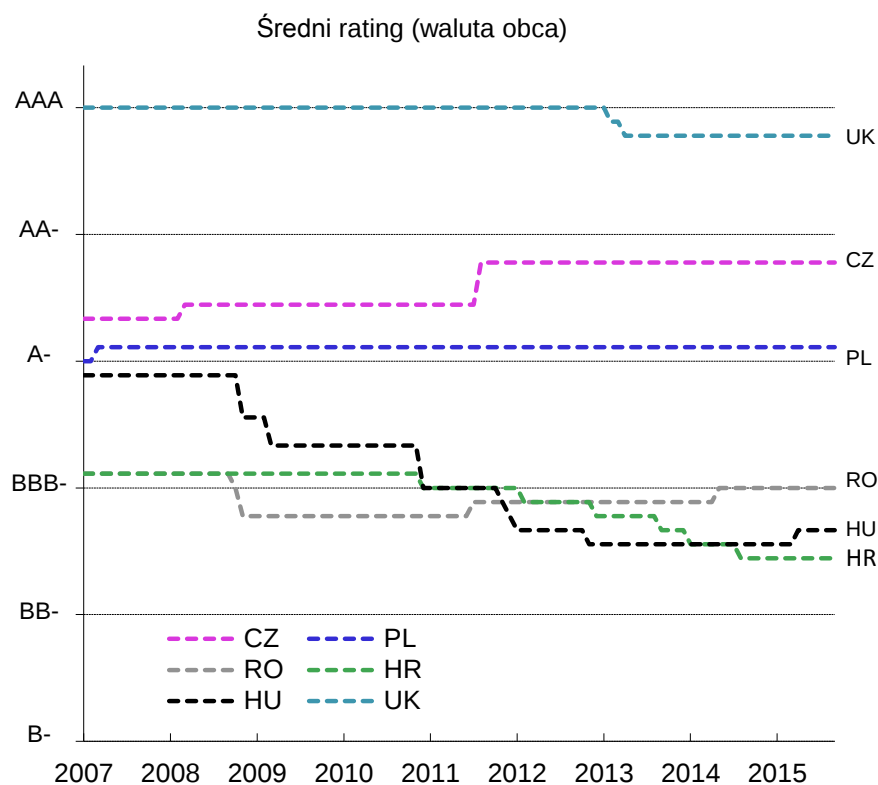
W przypadku państw członkowskich spoza strefy euro zaobserwowano znacznie bardziej zróżnicowane spektrum ratingów kredytowych przed kryzysem zadłużeniowym, w czasie kryzysu i po kryzysie (wykres 3). Podczas gdy niektóre państwa członkowskie spoza strefy euro posiadały stosunkowo stabilny rating kredytowy⁸, ratingi innych państw wykazywały tendencję spadkową⁹ lub wzrostową¹⁰.

⁸ PL, RO.

⁹ HR, HU, UK.

¹⁰ CZ.

Wykres 3: Tendencje w zakresie ratingów państw w przypadku państw członkowskich spoza strefy euro



Źródło: własne obliczenia Komisji Europejskiej.

3. Rentowność obligacji skarbowych

Rentowność obligacji skarbowych stanowi ważny wskaźnik postrzegania profilu ryzyka kredytowego państwa przez inwestorów. Przed kryzysem zadłużeniowym rentowność obligacji państw należących do strefy euro była zasadniczo podobna¹¹, co sugeruje, że inwestorzy zajmowali takie samo stanowisko wobec wiarygodności kredytowej państw członkowskich należących do strefy euro, jak przedstawiono na wykresie 4. W czasie kryzysu ich stanowisko znacznie się zmieniło. Od 2008 r. inwestorzy wykazywali mniejszy popyt na określone obligacje skarbowe¹² lub wymagali większych zysków, co znajduje odzwierciedlenie w ewolucji rentowności¹³. W przypadku niektórych innych państw członkowskich należących do strefy euro zaobserwowano tendencję spadkową w odniesieniu do rentowności obligacji skarbowych. Od 2013 r. rentowność obligacji

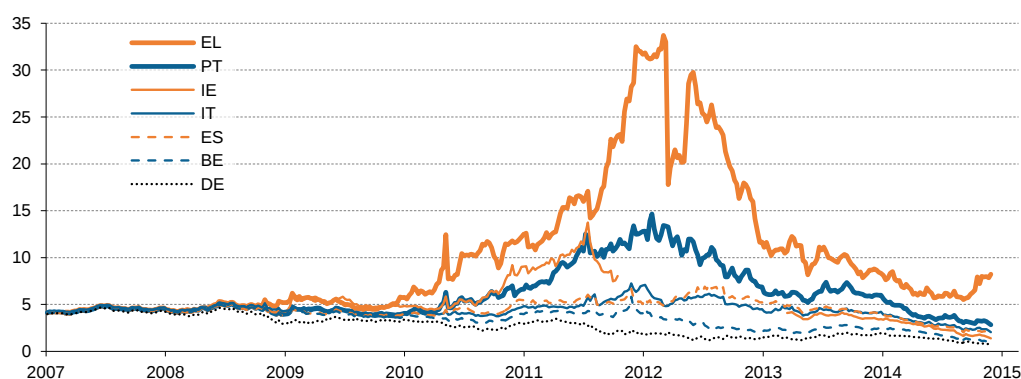
¹¹ Zob. wykres 4.

¹² ES, PT, IT, IE, EL i CY.

¹³ Zob. wykres 4.

skarbowych w strefie euro stopniowo ewoluowała w kierunku poziomów sprzed kryzysu. Między poszczególnymi państwami członkowskimi należącymi do strefy euro utrzymują się jednak istotne różnice (wykres 4).

Wykres 4: Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych, w procentach



Źródło: Bloomberg.

III. Reakcja polityczna w celu ograniczenia ryzyka nadmiernego polegania na ratingach państw

1. Wzmocniona kontrola regulacyjna nad agencjami ratingowymi

W następstwie nieadekwatności ratingów kredytowych zaobserwowanej w czasie kryzysu finansowego i późniejszego kryzysu zadłużeniowego w 2009 r. wprowadzono nowe przepisy dotyczące agencji ratingowych, które obejmowały wymogi dotyczące rejestracji agencji ratingowych i nadzoru nad nimi na szczeblu krajowym. W 2011 r. rejestrację agencji ratingowych i nadzór nad nimi w UE scentralizowano w Europejskim Urzędzie Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA).

2. Zwiększona przejrzystość ratingów państw

W następstwie kryzysu zadłużeniowego w 2013 r. wprowadzono dodatkowe środki w celu zwiększenia przejrzystości i terminowości ratingów państw, przyczyniając się tym samym do ograniczenia ryzyka zakłócenia rynku.

Agencje ratingowe muszą w szczególności publikować co roku kalendarz zawierający daty publikacji ich ratingów państw. Ponadto ratingi kredytowe długu państwowego publikuje się w piątki, po zamknięciu działalności prowadzonej przez rynki regulowane

w UE, w celu uniknięcia zakłócenia rynku w godzinach handlowych. Agencje ratingowe dołączają do ratingu kredytowego kompletne sprawozdanie z badania, które dostarcza inwestorom więcej informacji na temat przyczyn leżących u podstaw zmiany ratingu państw. Dodatkowo agencje ratingowe powiadamiają państwo w godzinach pracy i co najmniej jeden pełny dzień roboczy przed publikacją o ratingu kredytowym i perspektywie ratingowej. Dzięki temu państwo, tak jak jakikolwiek inny oceniany podmiot, ma możliwość zwrócić uwagę agencji ratingowej na wszelkie błędy faktyczne.

W ujęciu łącznym skutkiem tych przepisów jest zwiększenie przejrzystości ratingów państw. Inwestorzy otrzymują obecnie więcej informacji na temat podstawowych przyczyn i założeń ratingów państw wystawianych przez agencje ratingowe oraz danych, na których się one opierają. Dodatkowe informacje na temat ratingów państw mogłyby ułatwić przeprowadzanie dokładniejszej oceny wiarygodności kredytowej państw i poprawić zdolności inwestorów w tym zakresie.

Mimo tych działań regulacyjnych w sprawozdaniu ESMA z 2013 r.¹⁴ ujawniono niedociągnięcia w procesie wystawiania ratingów państw, które mogą stanowić ryzyko dla jakości, niezależności i uczciwości ratingów i procesu wystawiania ratingu. W sprawozdaniu tym ESMA zidentyfikowała ryzyko związane z konfliktami interesów wynikającymi z roli kadry kierowniczej wyższego szczebla i innych funkcji nieratingowych w procesie wystawiania ratingu oraz z zaangażowania analityków państwowych w działalność badawczą i publikacyjną. W sprawozdaniu wskazano na ryzyko związane z naruszeniem poufności informacji na temat ratingów państw i prowadzonych kontroli przed publikacją ratingów. W sprawozdaniu podkreślono także ryzyko związane z terminami publikacji ratingów państw, w tym terminowym ujawnieniem zmian ratingów. W ramach procesu nadzoru ESMA wezwała agencje ratingowe do wdrożenia planów działania w celu zaradzenia tej sytuacji. ESMA jest ponadto uprawniona do podejmowania działań nadzorczych w stosownych przypadkach.

3. Ograniczenie nadmiernego polegania na zewnętrznych ratingach kredytowych

W reakcji na czynniki ryzyka i negatywne skutki wyłącznego lub mechanicznego polegania na ratingach kredytowych (w tym na ratingach państw) podjęto działania na szczeblu międzynarodowym na rzecz ograniczenia nadmiernego polegania na ratingach kredytowych, mając na celu odbudowanie zaufania do systemu finansowego. Przywódcy grupy G-20 przyjęli w listopadzie 2010 r. (szczyt w Seulu)¹⁵ zasady Rady Stabilności Finansowej¹⁶ służące ograniczeniu polegania na ratingach agencji ratingowych w zakresie norm, przepisów i regulacji. Zasady te mają na celu zakończenie mechanicznego

¹⁴ „Credit Rating Agencies: Sovereign ratings investigation, ESMA’s assessment of governance, conflicts of interest, resourcing adequacy and confidentiality controls”, ESMA/2013/1775, opublikowane w dniu 2 grudnia 2013 r.

¹⁵ G20, dokument ze szczytu w Seulu, s. 8, dostępny na stronie internetowej: https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Seoul_Summit_Document.pdf

¹⁶ „Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings”, Rada Stabilności Finansowej, 27 października 2010 r.

polegania na ratingach kredytowych przez banki, inwestorów instytucjonalnych i innych uczestników rynku, wprowadzenie znacznych zmian do istniejących praktyk oraz ustanowienie, jako rozwiązania alternatywnego, solidniejszych praktyk w zakresie wewnętrznej oceny ryzyka kredytowego.

Skuteczne ograniczenie nadmiernego polegania na zewnętrznych ratingach kredytowych, w tym na ratingach państw, może ograniczyć ryzyko wystąpienia efektu klifu w przypadkach obniżenia ratingów państw. Komisja Europejska w odpowiedzi skierowanej do Rady Stabilności Finansowej¹⁷ opisała swoje działania mające na celu ograniczenie ryzyka polegania na ratingach. W ramach działań następczych Komisja Europejska przedstawi sprawozdanie na temat alternatywnych środków do celów oceny ryzyka kredytowego, określi dostępność realnych rozwiązań alternatywnych oraz ustali wykonalność wdrożenia tych środków przez uczestników rynku. W oparciu o wyniki tego sprawozdania Komisja może rozważyć usunięcie pozostałych odniesień do ratingów kredytowych w przepisach UE do 2020 r.

Ponadto Komisja wspiera inicjatywę grupy G-20 dotyczącą luk w danych¹⁸, której celem jest poprawa dostępności i porównywalności danych ekonomicznych i finansowych na szczeblu międzynarodowym. Jednym z zaleceń (R17) jest propagowanie terminowej, międzypaństwowej, znormalizowanej statystyki finansów sektora instytucji rządowych i samorządowych opartej na wspólnych przyjętych normach międzynarodowych.

4. Ocena europejskiej oceny wiarygodności kredytowej państw

W ramach reakcji politycznej związanej z ograniczaniem nadmiernego polegania na ratingach państw konieczne jest, aby inwestorzy posiadali odpowiednie informacje w celu przeprowadzania oceny wiarygodności kredytowej państw członkowskich. Takie informacje powinny umożliwić inwestorom przeprowadzenie własnej oceny ryzyka kredytowego państw, aby nie musieli oni polegać wyłącznie i mechanicznie na zewnętrznych ratingach kredytowych wystawianych przez agencje ratingowe.

W kontekście nadzoru nad polityką gospodarczą i budżetową Komisja już gromadzi, przetwarza i publikuje dane na temat sytuacji gospodarczej, finansowej i budżetowej oraz wyników państw członkowskich w tym zakresie. Do Komisji zwrócono się o zbadanie, czy sprawozdawczość tę należy uzupełnić dodatkowymi elementami lub wskaźnikami, oraz czy możliwe jest opracowanie europejskiej oceny wiarygodności kredytowej. Mogłoby to pozwolić inwestorom na przeprowadzanie bezstronnej i obiektywnej oceny wiarygodności kredytowej państw członkowskich.

¹⁷ Dokument roboczy służb Komisji: Plan działania UE na rzecz ograniczenia polegania na zewnętrznych ratingach kredytowych („EU action plan to reduce reliance on external credit ratings”), dostępny na stronie internetowej: http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/docs/140512-fsb-eu-response_en.pdf

¹⁸ „The Financial Crisis and Information Gap., Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governor”, MFW-Rada Stabilności Finansowej, 29 października 2009 r., dokument dostępny na stronie internetowej: <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102909.pdf>

W związku z tym Komisja „przy uwzględnieniu sytuacji na rynku” przedłoży „Parlamentowi Europejskiemu i Radzie sprawozdanie na temat stosowności opracowania europejskiej oceny wiarygodności kredytowej państw”¹⁹. Sprawozdanie to zostanie wykorzystane do opracowania planowanego sprawozdania Komisji na temat stosowności i możliwości wspierania europejskiej agencji ratingowej, które ma być przedstawione do końca 2016 r.²⁰.

IV. Analiza luk istniejących między potrzebami inwestorów a dostarczaniem informacji

Jak podkreślono wyżej, dostęp do wystarczających i odpowiednich informacji ułatwia inwestorom przeprowadzanie własnej oceny wiarygodności kredytowej i ograniczanie polegania na ratingach państw. W niniejszej sekcji przedstawiono rodzaje informacji wykorzystywanych przez inwestorów i porównano je z dostępnymi informacjami w celu ustalenia, czy istnieją jakiegokolwiek istotne luki informacyjne.

1. Potrzeby informacyjne inwestorów

A) Rodzaje inwestorów i potrzeby informacyjne

Można wyróżnić dużych, głównie instytucjonalnych, inwestorów i mniejszych inwestorów. Gdy inwestorzy starają się uzyskać dostęp do rynków obligacji państwowych, mają podobne potrzeby informacyjne dotyczące tych państw, ale różne zdolności do przeprowadzenia oceny ryzyka kredytowego państwa.

Do celów opracowania niniejszego sprawozdania Komisja przeprowadziła wywiady z ograniczoną liczbą dużych inwestorów instytucjonalnych, takich jak banki, fundusze emerytalne i podmioty zarządzające aktywami, oraz z kilkoma mniejszymi podmiotami zarządzającymi aktywami. Na podstawie uzyskanych opinii za najistotniejsze informacje wykorzystywane do oceny wiarygodności kredytowej państw uznaje się dane na temat kondycji makroekonomicznej i budżetowej oraz wyników państw w tym zakresie. Informacje te obejmują dane ilościowe, takie jak zmiana produktu krajowego brutto (PKB), poziomy długu publicznego i profil zapadalności, deficyt budżetowy, stopa bezrobocia i konkurencyjność. Ponadto za istotne uznaje się informacje jakościowe na temat praworządności, dobrych rządów i sytuacji politycznej.

W trakcie wywiadów duzi inwestorzy instytucjonalni²¹ poinformowali, że oceniają wiarygodność kredytową państw w celu podejmowania decyzji inwestycyjnych i do celów ostrożnościowych, oraz że wymóg przedstawiania porównywalnych danych na temat długu państwowego istnieje na poziomie ogólnosięciowym, a nie tylko unijnym, ze względu na globalny zasięg ich działalności i potrzeby ich klientów.

¹⁹ Art. 39b ust. 2 akapit pierwszy rozporządzenia w sprawie agencji ratingowych.

²⁰ Art. 39b ust. 2 akapit drugi rozporządzenia w sprawie agencji ratingowych.

²¹ W tym fundusze emerytalne, instytucje kredytowe i podmioty zarządzające aktywami.

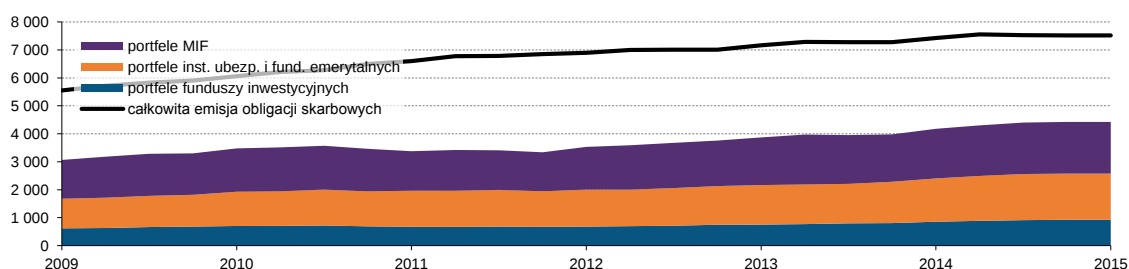
Aby uzyskać porównywalne dane do celów przeprowadzenia własnej oceny ryzyka kredytowego, inwestorzy, z którymi przeprowadzono wywiady, często korzystają z usług prywatnych dostawców danych, którzy konsolidują informacje na temat państw pochodzące z wielu źródeł publicznych i prywatnych oraz zapewniają zautomatyzowany strumień danych. Inwestorzy często zatrudniają własnych analityków, a niektórzy przyznają państwom własne ratingi wewnętrzne. Ponadto niektórzy inwestorzy instytucjonalni wskazali, że pozostają w bezpośrednich relacjach z organami krajowymi, takimi jak krajowe agencje zarządzania długiem publicznym i organy administracji finansowej.

Z drugiej strony mniejsi inwestorzy poinformowali, że dysponują bardziej ograniczonymi zasobami do celów przeprowadzania własnej oceny ryzyka lub dostępu do danych pochodzących z różnych publicznych i prywatnych źródeł danych i ich analizy. Wydaje się, że mniejsi inwestorzy w większym stopniu polegają na ratingach kredytowych wystawianych przez agencje ratingowe. Przeprowadzają dodatkową własną ocenę na zasadzie doraźnej, często w związku z bieżącymi wydarzeniami. Ponadto mniejsi inwestorzy wskazali, że informacje na temat oceny wiarygodności kredytowej państw wykorzystuje się nie tylko do inwestowania w obligacje skarbowe, lecz także w celu podejmowania innych decyzji inwestycyjnych i alokacji aktywów, które mogą być istotne dla małych inwestorów.

B) Sytuacja na rynku portfeli obligacji skarbowych

Pod względem wpływu na rynek krajowi inwestorzy instytucjonalni posiadają znaczny udział w portfelach długu państwowego w strefie euro. Jak przedstawiono na wykresie 5, w szczególności monetarne instytucje finansowe (MIF) będące rezydentami, instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne oraz fundusze inwestycyjne posiadają istotny udział w inwestycjach w obligacje skarbowe w strefie euro.

Wykres 5: Emisja i portfele obligacji skarbowych, strefa euro, w mld EUR

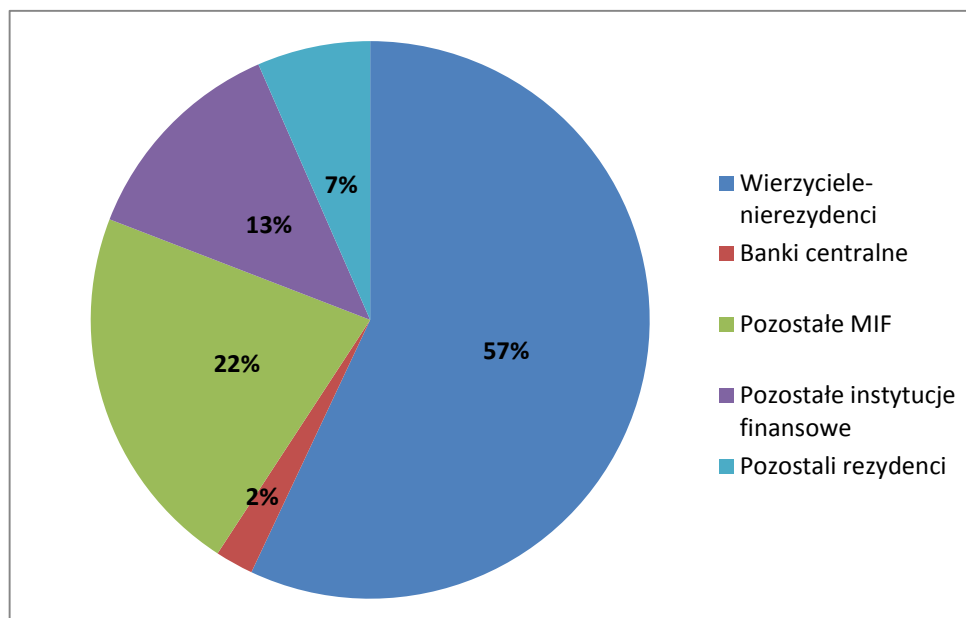


Źródło: EBC i obliczenia własne.

Jak przedstawiono na wykresie 6, w 2013 r. w strefie euro inwestorzy nieinstytucjonalni będący rezydentami posiadali 7,2 % całego portfela obligacji skarbowych w strefie euro. Inwestorzy ci mają zatem jedynie niewielki udział w inwestycjach w obligacje skarbowe. Ponadto udział wierzycieli niebędących rezydentami w inwestycjach w obligacje

skarbowe w UE wynosi 57 %. Dotyczy to zarówno inwestorów z innych państw członkowskich, jak i państw spoza UE.

Wykres 6: Portfele obligacji skarbowych w podziale na inwestorów, 2013 r., udział procentowy w całkowitym długu publicznym, Unia Europejska



Źródło: EBC, statystyka finansów sektora instytucji rządowych i samorządowych, obliczenia własne.

2. Informacje dostępne dla inwestorów

Uczestnicy rynku mają dostęp do szerokiego zakresu informacji na temat długu państwowego zarówno poprzez kanały publiczne, jak i prywatne. Dzięki temu inwestorzy otrzymują dane potrzebne do przeprowadzenia własnej oceny ryzyka kredytowego. Informacje ze źródeł publicznych są publikowane przez same państwa członkowskie, instytucje europejskie oraz różne organizacje międzynarodowe. Ponadto informacje dostarcza inwestorom wielu dostawców prywatnych. Dotyczy to dostawców danych specjalistycznych, stowarzyszeń zawodowych i agencji ratingowych. Rodzaj dostarczanych informacji, częstotliwość ich dostarczania i państwa, których informacje dotyczą, różnią się znacznie w zależności od kanału informacyjnego.

3. Informacje dostarczane przez Komisję Europejską

Na szczeblu UE od pewnego czasu publicznie dostępny jest szeroki zakres statystyk i sprawozdań na temat sytuacji gospodarczej i zmian gospodarczych w państwach członkowskich. Komisja publikuje w sposób zharmonizowany i porównywalny dane na temat długu publicznego, kwartalne statystyki finansów sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz dane przekazywane w ramach procedury nadmiernego deficytu. Ponadto Komisja publikuje sprawozdania dotyczące prognoz ekonomicznych, strefy euro, finansów publicznych i stabilności budżetowej. Wprowadzenie nowych przepisów europejskich dotyczących nadzoru budżetowego i makroekonomicznego w ramach europejskiego semestru wraz z zaostrzonymi wymogami dotyczącymi sprawozdawczości

państw członkowskich na temat statystyk finansów sektora instytucji rządowych i samorządowych w ramach europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych (ESA 2010)²² ulepszyło informacje dostępne dla inwestorów do celów przeprowadzania oceny wiarygodności kredytowej państw UE.

A) Wzmocniony nadzór budżetowy i makroekonomiczny wobec państw członkowskich

Na szczęblu UE przepisy regulujące pakt stabilności i wzrostu²³ (zwany dalej „paktem”) stanowią kamień węgielny unijnego sytemu zarządzania gospodarczego i mają na celu zapewnienie prawidłowego funkcjonowania unii gospodarczej i walutowej. Głównym celem paktu jest propagowanie solidnej polityki budżetowej i zapewnienie stabilności finansów publicznych w państwach członkowskich.

W ostatnich latach pakt został wzmocniony w celu usunięcia niedociągnięć w zarządzaniu gospodarczym i nadzorze budżetowym oraz w celu poprawy monitorowania wyników makroekonomicznych i budżetowych wszystkich państw członkowskich ogólnie, a w szczególności państw członkowskich należących do strefy euro. W następstwie tych inicjatyw inwestorzy uzyskali dostęp do dodatkowych informacji potrzebnych do przeprowadzania własnej oceny stanu finansów publicznych.

Ulepszony europejski semestr na rzecz koordynacji polityki gospodarczej i pakiet sześciu aktów prawnych, znany jako „sześciopak”²⁴, przyjęty w listopadzie 2011 r., wzmocniły pakt stabilności i wzrostu. W ramach europejskiego semestru Komisja analizuje krajowe plany reform budżetowych, makroekonomicznych i strukturalnych, a na tej podstawie Rada przyjmuje ukierunkowane zalecenia skierowane do każdego państwa członkowskiego. Ponadto dochodzi do tego system finansowych zachęt i sankcji dotyczących państw członkowskich należących do strefy euro w przypadku nadmiernego zakłócenia równowagi makroekonomicznej lub deficytów budżetowych.

W kontekście europejskiego semestru²⁵ Komisja publikuje szereg sprawozdań, w których podsumowuje sytuację makroekonomiczną i budżetową wszystkich państw członkowskich. Sprawozdania te obejmują:

²² Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej, Dz.U. L 174 z 26.6.2013, s. 1.

²³ Pakt opiera się na Traktacie o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE) i składa się z rozporządzenia Rady (WE) nr 1466/97 („funkcja zapobiegawcza”, na podstawie art. 121 TFUE) i rozporządzenia Rady (WE) nr 1467/97 („funkcja odstraszająca”, na podstawie art. 126 TFUE) oraz późniejszych zmian do tych rozporządzeń i przepisów powiązanych.

²⁴ Sześciopak jest to pakiet składający się z pięciu rozporządzeń i jednej dyrektywy, który wszedł w życie w dniu 13 grudnia 2011 r. i obejmuje nadzór budżetowy i nadzór makroekonomiczny w ramach nowej procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

²⁵ Przegląd etapów europejskiego semestru można znaleźć na stronie internetowej: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/the_european_semester/index_en.htm

- 1) roczną analizę wzrostu gospodarczego (listopad), w której określa się priorytety UE w celu pobudzania wzrostu i tworzenia nowych miejsc pracy;
- 2) sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania w kontekście procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, w którym w oparciu o tablicę wyników zawierającą wskaźniki identyfikuje się państwa członkowskie wymagające dalszej analizy;
- 3) sprawozdania krajowe (luty/maj), w których Komisja publikuje jedną analityczną ocenę ekonomiczną w odniesieniu do każdego państwa członkowskiego na temat jego sytuacji gospodarczej i programów reform, a także gdy uznaje to za istotne na podstawie sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania i ewentualnych zakłóceń równowagi występujących w danym państwie członkowskim. W odniesieniu do kilku państw członkowskich zidentyfikowanych w tablicy wyników przeprowadza się szczegółowy przegląd. Przegląd ten obejmuje ocenę zadłużenia sektora publicznego lub prywatnego z uwzględnieniem przyszłych zmian i kosztów pożyczek; oraz
- 4) proponowane następnie przez Komisję, w celu ich przyjęcia przez Radę, zalecenia dla poszczególnych państw (maj); zapewniają one państwom członkowskim dostosowane do ich potrzeb doradztwo w zakresie polityki w obszarach uznanych za priorytetowe na najbliższe 12–18 miesięcy. Zaleceniom towarzyszy ocena programów stabilności i konwergencji państw członkowskich.

W odniesieniu do strefy euro wprowadzono dodatkowy mechanizm. Pakiet reform zwany „dwupakiem”²⁶ obowiązuje od maja 2013 r. we wszystkich państwach członkowskich należących do strefy euro i dodatkowo zwiększył on przejrzystość decyzji budżetowych państw członkowskich należących do strefy euro oraz usprawnił koordynację planów emisji długu państw członkowskich.

W celu zapewnienia koordynacji polityki budżetowej państw członkowskich posiadających euro jako wspólną walutę rządu (z wyjątkiem państw objętych programem dostosowań makroekonomicznych) są również zobowiązane na mocy przepisów dwupaku do przedkładania Komisji projektów planu budżetowego na następny rok do dnia 15 października każdego roku²⁷. Komisja przeprowadza dwie oceny projektów planu budżetowego: opinię w sprawie planu każdego państwa członkowskiego oraz ogólną ocenę sytuacji budżetowej i perspektyw w całej strefie euro.

²⁶ Dwupak składa się z dwóch rozporządzeń, które wprowadzają dodatkowe procedury nadzoru i monitorowania w odniesieniu do państw członkowskich należących do strefy euro.

²⁷ Komisja podaje do wiadomości publicznej te projekty planów zgodnie z rozporządzeniem parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 473/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie wspólnych przepisów dotyczących monitorowania i oceny projektów planów budżetowych oraz zapewnienia korekty nadmiernego deficytu w państwach członkowskich należących do strefy euro, Dz.U. L 140 z 27.5.2013, s. 11.

Opinia w sprawie projektu planu budżetowego każdego państwa członkowskiego należącego do strefy euro opiera się na ocenie zgodności z paktem stabilności i wzrostu oraz na jesiennej prognozie Komisji. Jeżeli Komisja uzna, że projekt planu budżetowego państwa członkowskiego zawiera szczególnie poważne niezgodności z obowiązkami wynikającymi z paktu stabilności i wzrostu, może wezwać państwo członkowskie do przedłożenia zrewidowanego projektu.

Wszystkie informacje związane z europejskim semestrem podaje się do wiadomości publicznej. W związku z tym inwestorzy uzyskują we właściwym czasie okresowe informacje w oparciu o wspólną metodykę. Informacje te stanowią uzupełnienie informacji podanych już do wiadomości publicznej przez krajowe urzędy statystyczne, krajowe agencje zarządzania długiem publicznym i prywatnych dostawców informacji w państwach członkowskich.

W ramach europejskiego semestru usprawniono przepływ informacji dostępnych dla inwestorów. Dzięki temu inwestorzy zyskują lepszy ogłód wyników makroekonomicznych i budżetowych państw członkowskich. Uzyskują także dodatkowe źródło informacji i nieprzetworzone dane do przeprowadzania własnej oceny ryzyka kredytowego państw.

Dodatkowo na szczeblu UE opracowano także inne narzędzia w celu oceny kondycji makroostrożnościowej państw członkowskich. Na przykład Dyrekcja Generalna ds. Gospodarczych i Finansowych (DG ECFIN) opracowała indeks wczesnego wykrywania napięcia budżetowego w państwach UE.

Ponadto co trzy lata Komisja publikuje sprawozdania na temat starzenia się społeczeństwa, w których ocenia gospodarcze skutki zmian demograficznych. Sprawozdania te są uzupełniane sprawozdaniami na temat stabilności budżetowej finansów publicznych w państwach członkowskich w kontekście finansowych, gospodarczych i budżetowych skutków zmian demograficznych.

B) Rozporządzenie w sprawie ESA 2010

Ze skutkiem od września 2014 r. system ESA 2010 zastąpił ESA 1995²⁸. ESA 2010 wyjaśnia definicje i zasady dotyczące statystyk finansów sektora instytucji rządowych i samorządowych, zwiększając w ten sposób dokładność i porównywalność tych statystyk.

ESA 2010 definiuje i reguluje proces przekazywania przez państwa członkowskie informacji na temat długu publicznego oraz wyjaśnia wymogi w zakresie sprawozdawczości i sposób postępowania w odniesieniu do niektórych szczególnych transakcji finansowych, takich jak zobowiązania warunkowe, partnerstwa publiczno-prywatne i wykorzystanie spółek celowych, które wcześniej nie zawsze były rejestrowane w taki sam sposób przez poszczególne państwa członkowskie w kontekście statystyki finansów sektora instytucji rządowych i samorządowych. W rezultacie dane

²⁸ Rozporządzenie Rady (WE) nr 2223/96 z dnia 25 czerwca 1996 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych we Wspólnocie, Dz.U. L 310 z 30.11.1996, s. 1.

statystyczne zgromadzone w ramach statystyki finansów sektora instytucji rządowych i samorządowych uwzględniają kompleksowy obraz niespłaconego długu publicznego państw członkowskich UE. Dzięki temu inwestorzy uzyskują dokładne informacje na temat stanu poziomów zadłużenia w całej UE.

4. Wnioski dotyczące podaży i popytu w zakresie informacji dotyczących oceny wiarygodności kredytowej państw

Jak wynika z powyższej analizy, inwestorzy mają dostęp do szerokiego zakresu informacji potrzebnych do przeprowadzania oceny wiarygodności kredytowej państw UE. W szczególności Komisja Europejska publikuje w szerokim zakresie informacje na temat państw członkowskich UE. Sytuacja ta uległa ostatnio dalszej poprawie dzięki nowym przepisom dotyczącym nadzoru budżetowego i makroekonomicznego państw członkowskich. Na podstawie wywiadów przeprowadzonych z inwestorami objętymi próbą, jak opisano w sekcji powyżej, nie można zidentyfikować żadnej istotnej luki między informacjami publikowanymi a informacjami wykorzystywanymi lub wymaganymi przez uczestników rynku finansowego do celów oceny wiarygodności kredytowej.

V. Stosowność opracowania europejskiej oceny wiarygodności kredytowej państw

Ewentualna europejska ocena wiarygodności kredytowej państw powinna przyczyniać się do osiągnięcia kilku celów i spełnienia szeregu warunków, aby można ją było uznać za stosowną i proporcjonalną. Ocena powinna przyczyniać się do ograniczania nadmiernego polegania na zewnętrznych ratingach kredytowych podczas oceny długu państwowego. Ponadto powinna spowodować poprawę sytuacji na rynku pod względem źródeł informacji dostępnych dla zainteresowanych stron do celów oceny wiarygodności kredytowej państw. Dodatkowo w celu ustalenia, czy europejska ocena wiarygodności kredytowej państw byłaby stosowna, należy rozważyć ewentualny zakres i mandat oraz możliwe skutki gospodarcze każdego tego rodzaju systemu dla zainteresowanych stron, w tym inwestorów, emitentów, branży ratingowej i podatników.

1. Typologia ewentualnej europejskiej oceny wiarygodności kredytowej państw

Europejska ocena wiarygodności kredytowej państw może przybrać różne formy i mieć różne cele. Zakres oceny można określić w odniesieniu do informacji (ilościowych lub jakościowych), na których się ona opiera, oraz do poziomu i solidności oceny przedstawionej inwestorom.

A) Zakres oceny

Unijna ocena wiarygodności kredytowej mogłaby wiązać się z publikacją przez europejski organ publiczny wskaźników ekonomicznych i sprawozdań z badań wraz z oceną ilościową i jakościową państw UE. Sprawozdania te stanowiłyby alternatywne źródło informacji, przy czym nie zawierałyby jednego wskaźnika, takiego jaki stosują agencje ratingowe.

W ścisłym sensie europejski organ publiczny można by określić jako organ, który przeprowadzałby ocenę wiarygodności kredytowej państw członkowskich Unii

Europejskiej w oparciu o zbiór danych ilościowych na temat państw członkowskich UE i publikowałaby okresowo zmiany w zakresie tych danych ilościowych. Zapewniłoby to alternatywne źródło informacji ilościowych na temat wiarygodności kredytowej państw w porównaniu do źródeł związanych z obecnymi agencjami ratingowymi.

B) Zarządzanie europejską oceną wiarygodności kredytowej

Do celów uznania europejskiej oceny za wiarygodny środek weryfikacji wiarygodności kredytowej przez uczestników rynku konieczne jest, aby przeprowadzał ją wiarygodny i cieszący się dobrą renomą organ, niezależnie od tego, czy byłby to podmiot już istniejący, czy też nowy organ.

Zadanie to można by powierzyć istniejącym unijnym instytucjom, organom lub agencjom, lub nowo utworzonemu organowi publicznemu. W przypadku któregośkolwiek organu istniejącego należałoby rozważyć, czy nowe zadanie nie wpłynęłoby na skuteczne wykonanie obecnego mandatu. Jeżeli chodzi o Komisję Europejską, w obecnych ramach nadzoru ekonomicznego i budżetowego w odniesieniu do państw członkowskich jest już prowadzona bardzo podobna ocena, która obejmuje ocenę ilościową i jakościową państw członkowskich UE.

C) Koszty

Poszczególne przedstawione wyżej warianty ewentualnej europejskiej oceny wiarygodności kredytowej pociągałyby za sobą różne, choć w każdym przypadku istotne, konsekwencje w odniesieniu do określania zasobów potrzebnych do sporządzenia oceny i możliwego wpływu oceny na rynek.

W szczególności utworzenie nowego organu wiązałoby się z istotnymi kosztami początkowymi, które należałoby przeanalizować w odniesieniu do ewentualnych korzyści dla unijnego rynku obligacji państwowych i całej gospodarki europejskiej. Komisja w przeszłości już oszacowała ewentualne koszty, jakie mogłyby się wiązać z takim zadaniem, i uznała je za nieproporcjonalne do generowanych korzyści²⁹. W szczególności w zakresie, w jakim nowy organ powielałby jedynie informacje na temat państw UE dostarczane przez istniejące instytucje UE, korzyści najprawdopodobniej nie przewyższyłyby kosztów.

2. Wpływ europejskiej oceny wiarygodności kredytowej

A) Wpływ na poleganie na ratingach państw

Jeżeli ewentualna europejska ocena wiarygodności kredytowej stanowiłaby rozwiązanie alternatywne w stosunku do ratingów zewnętrznych, mogłaby przyczynić się do ograniczenia polegania na takich ratingach. Ewentualna europejska ocena wiarygodności kredytowej powinna stanowić uzupełnienie istniejących źródeł informacji, przy czym inwestorzy powinni unikać wyłącznego i mechanicznego polegania na tej ocenie.

²⁹ SEC(2011) 1354, ocena skutków towarzysząca wnioskowi dotyczącemu rozporządzenia zmieniającego rozporządzenie (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych, s. 34–37.

W sprawozdaniu³⁰ Rady Stabilności Finansowej na temat wprowadzenia zasad Rady Stabilności Finansowej dotyczących ograniczania polegania na ratingach wzywa się odpowiednie organy do „wstrzegania się pokusy przyjęcia niewielkiej liczby alternatywnych środków do celów oceny wiarygodności kredytowej zamiast ratingów wystawianych przez agencje ratingowe, co może skutkować pojawieniem się procykliczności i zachowań stadnych”.

W zakresie, w jakim powielano by istniejące informacje dostarczane w ramach bieżącego nadzoru makroekonomicznego państw europejskich, można oczekiwać, że wpływ na ograniczenie nadmiernego polegania na zewnętrznych ratingach kredytowych byłby niewielki.

B) Wpływ na inwestorów

Europejska ocena wiarygodności kredytowej miałaby odmienny wpływ w zależności od rodzaju inwestora.

Z wywiadów przeprowadzonych z inwestorami instytucjonalnymi objętymi próbą wynika, że korzyści byłyby ograniczone, ponieważ już obecnie przeprowadzają oni szczegółową ocenę wiarygodności kredytowej w oparciu o istniejące źródła danych. Istniejący system nadzoru budżetowego i makroekonomicznego dostarcza już obecnie wszystkich istotnych informacji do celów oceny wiarygodności kredytowej państw UE. Europejska ocena wiarygodności kredytowej stanowiłaby jedynie dodatkowy wkład do ich systemu oceny ryzyka kredytowego. Ponadto uczestniczący w wywiadach inwestorzy instytucjonalni inwestujący na światowym rynku obligacji państwowych chętniej korzystają z danych porównywalnych na szczeblu światowym, niż z danych ograniczonych do obszaru geograficznego, takiego jak UE. Takie informacje dostarczają już instytucje międzynarodowe takie jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW)³¹, Bank Światowy³² i Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD)³³.

Z wywiadów przeprowadzonych z mniejszymi inwestorami wynika, że w pewnych okolicznościach mogliby oni odnieść korzyść z unijnej oceny wiarygodności kredytowej, jeżeli przyczyniłaby się ona do ograniczenia wysiłków podejmowanych w celu

³⁰ Rada Stabilności Finansowej, „Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings”, dokument dostępny na stronie internetowej: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_140512.pdf

³¹ Np. sprawozdania krajowe MFW dostępne na stronie internetowej: <http://www.imf.org/external/country/index.htm>; inne statystyki światowe MFW dotyczące kluczowych wskaźników gospodarczych, które można wykorzystać do celów oceny wiarygodności kredytowej państw, dostępne na stronie internetowej: <http://www.imf.org/external/data.htm>

³² Np. statystyki Banku Światowego dotyczące długu państwowego dostępne na stronie internetowej: <http://data.worldbank.org/data-catalog/international-debt-statistics>

³³ Np. prognoza gospodarcza OECD dostępna na stronie internetowej <http://www.oecd.org/eco/economicoutlook.htm> oraz badania OECD i statystyki dotyczące finansów publicznych i długu państwowego dostępne na stronie internetowej: <http://www.oecd.org/eco/public-finance/>

gromadzenia i analizowania wszystkich dostępnych istotnych informacji. Chociaż inwestorzy korzystają na przejrzystości zapewnianej przez nowy system nadzoru budżetowego i makroekonomicznego w UE, mają ograniczone zdolności w zakresie przetwarzania tych informacji.

W obecnych okolicznościach europejska ocena wiarygodności kredytowej miałaby jednak niewielką wartość dodatkową w stosunku do istniejących informacji dostarczanych w ramach systemu nadzoru budżetowego i makroekonomicznego, w szczególności w porównaniu z kosztami związanymi ze sporządzeniem takiej oceny europejskiej.

C) Wpływ na konkurencję w branży ratingowej

Prawdziwa europejska ocena wiarygodności kredytowej mogłoby spowodować pojawienie się nowego publicznego konkurenta dla istniejących publicznych i prywatnych źródeł informacji. W pośredni sposób podmiot taki zmobilizowałby istniejące agencje ratingowe i konkurowałby z istniejącymi prywatnymi podmiotami zajmującymi się agregacją informacji dostępnych dla inwestorów. Stanowiłoby to ponadto alternatywą możliwość w odniesieniu do niektórych badań ekonomicznych dotyczących państw europejskich prowadzonych przez międzynarodowe instytucje publiczne, takie jak MFW, Bank Światowy i OECD.

3. Wnioski dotyczące stosowności unijnej oceny wiarygodności kredytowej

Europejska ocena wiarygodności kredytowej miałaby jedynie ograniczony wpływ na wysiłki zmierzające do ograniczenia polegania na ratingach państw, ponieważ najprawdopodobniej powieliłaby istniejące informacje. Ponadto w przypadku nieprawidłowego zarządzania mogłaby wiązać się z ryzykiem wystąpienia nadmiernego polegania na nowym alternatywnym rozwiązaniu, jeżeli inwestorzy polegali na tej ocenie na zasadzie wyłączności.

Ponadto z wywiadów przeprowadzonych z wybranymi inwestorami wynika, że europejska ocena wiarygodności kredytowej nie poprawiłaby w sposób znaczący poziomu informacji dla inwestorów instytucjonalnych. Inwestorzy ci posiadają wystarczające informacje ze źródeł prywatnych i publicznych. Dalszą poprawę w tym zakresie uzyskano dzięki nowemu systemowi nadzoru budżetowego i makroekonomicznego w odniesieniu do państw członkowskich w ramach europejskiego semestru. W przypadku mniejszych inwestorów, którzy również odnoszą korzyści dzięki mechanizmowi nadzoru, instrument taki jak europejska ocena wiarygodności kredytowej mógłby zapewnić pewne korzyści poprzez ograniczenie wysiłków badawczych. Ich wewnętrzne zdolności związane z posługiwaniem się takim narzędziem informacyjnym są jednak ograniczone. Ponadto europejska ocena wiarygodności kredytowej stanowiłaby konkurencję wobec istniejących prywatnych dostawców informacji, w tym agencji ratingowych.

Biorąc pod uwagę wszystkie istotne czynniki łącznie, można stwierdzić, że europejska ocena wiarygodności kredytowej państw nie wydaje się ani proporcjonalna, ani stosowna

na tym etapie, jeżeli dokona się jej analizy pod kątem potrzeb inwestorów i celu polegającego na wyeliminowaniu nadmiernego polegania na zewnętrznych ratingach kredytowych. W związku z tym Komisja nie będzie kontynuowała wdrażania i opracowywania takiej europejskiej oceny wiarygodności kredytowej państw. Komisja będzie jednak nadal badała możliwe alternatywne źródła łatwo dostępnych informacji w celu zaspokojenia potrzeb mniejszych inwestorów, jak wyjaśniono w następnej sekcji.

VI. Działania alternatywne

Pomimo szerokiego rozpowszechnienia przez Komisję Europejską danych gospodarczych i budżetowych na temat państw członkowskich UE mniejsi inwestorzy mogą napotykać trudności w ocenie wiarygodności kredytowej państw ze względu na swoje ograniczone zdolności w zakresie przetwarzania tych informacji. Aby rozwiązać ten problem, można rozważyć zastosowanie innych środków, skupiając się głównie na przepływie podstawowych informacji potrzebnych do oceny wiarygodności kredytowej.

Komisja będzie nadal rozważała niżej wymienione środki.

1. Włączenie międzynarodowych norm w zakresie przejrzystości

Po pierwsze można rozważyć wdrożenie przez państwa członkowskie najlepszych praktyk międzynarodowych w dziedzinie sprawozdawczości w zakresie długu państwowego i emisji instrumentów dłużnych. Zwiększony poziom harmonizacji w oparciu o normy międzynarodowe mógłby przyczynić się do zmniejszenia istniejących różnic w praktykach państw członkowskich w zakresie publikacji. Mogłoby to usprawnić ogólny przepływ informacji na temat długu państwowego i emisji instrumentów dłużnych dostępnych dla inwestorów. Wszelkie takie działania musiałyby raczej uzupełniać niż powielać istniejące ramy prawne sprawozdawczości w zakresie danych statystycznych przekazywanych przez państwa członkowskie instytucjom takim jak Eurostat. Po zakończeniu prac przez grupę zadaniową OECD ds. przejrzystości statystyk dotyczących długu publicznego, operacji dotyczących długu i polityki w zakresie długu publicznego³⁴ jej ustalenia mogłyby stanowić podstawę do tej analizy.

2. Przekazywanie najlepszych praktyk przez państwa członkowskie

Po drugie Komisja zbada, czy najlepsze praktyki zaobserwowane w niektórych państwach członkowskich można przenieść do wszystkich pozostałych państw członkowskich w celu umożliwienia lepszego dostępu do krajowych danych na temat długu publicznego. Na przykład niektóre państwa członkowskie publikują specjalne krajowe bazy danych zawierające szczegółowe informacje na temat niespłaconego długu publicznego. Wszyscy inwestorzy i zainteresowane strony mogą łatwo i swobodnie uzyskać dostęp do tych baz danych.

³⁴ Hans J. Blommestein, Fatos Koc i Thomas Olofsson (red.) (planowane wydanie w 2015 r.), „Recommendations on the Transparency of Debt Statistics, Debt Operations and Public Debt Policies”, OECD Publishing.

3. Usprawnienie procesu publikowania danych przez Komisję

Ponadto informacje na temat wyników ekonomicznych i zmian demograficznych są dostępne na szczeblu UE i publikowane przez Komisję za pośrednictwem różnych stron internetowych i baz danych. Komisja może zbadać możliwości usprawnienia sposobów i nośników publicznego udostępniania danych zgłaszanych przez państwa członkowskie.