

# KREDITNE REJTING AGENCIJE I NJIHOV ZNAČAJ NA GOSPODARSTVA RAZVIJENIH ZEMALJA

---

Ćorić, Josip

Undergraduate thesis / Završni rad

2016

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:124:011440>

*Rights / Prava:* [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-09-30**

*Repository / Repozitorij:*

[REFST - Repository of Economics faculty in Split](#)



UNIVERSITY OF SPLIT



DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

**SVEUČILIŠTE U SPLITU**  
**EKONOMSKI FAKULTET**

**ZAVRŠNI RAD**

**KREDITNE REJTING AGENCIJE I NJIHOV ZNAČAJ NA  
GOSPODARSTVA RAZVIJENIH ZEMALJA**

Mentor:

**Doc. dr. sc. Josip Visković**

Student:

**Josip Ćorić**

**Split, srpanj, 2016. god.**

## Sadržaj

<b>1. Uvod</b> .....	<b>2</b>
<b>2. Agencije za kreditni rejting</b> .....	<b>3</b>
2.1. Rana povijest agencija za kreditni rejting .....	3
2.2. Kasna povijest agencija za kreditni rejting .....	4
2.3. Struktura tržišta agencija za kreditni rejting .....	5
2.4. Reforme kao posljedica krize.....	6
<b>3. Kreditni rejtingi i uvjeti zaduživanja razvijenih zemalja</b> .....	<b>7</b>
3.1. Proces dodjele rejtinga .....	7
3.2. Determinante kreditnog rejtinga države .....	7
3.3. Vrste i simboli rejtinga .....	9
3.4. Značaj rejtinga .....	12
3.5. Procikličnost rejtinga.....	13
<b>4. Analiza utjecaja rejtinga na uvjete zaduživanja za razvijene zemlje</b> .....	<b>14</b>
4.1. Analiza utjecaja promjene rejtinga na kamatnu stopu.....	15
4.2. Analiza utjecaja promjene rejtinga na udio duga u BDP-u.....	20
4.3. Analiza utjecaja promjene rejtinga na nezaposlenost u zemljama .....	27
<b>5. Zaključak</b> .....	<b>29</b>
<b>Literatura</b> .....	<b>31</b>
<b>Popis grafova</b> .....	<b>32</b>
<b>Popis slika</b> .....	<b>33</b>
<b>Popis tablica</b> .....	<b>33</b>
<b>Sažetak</b> .....	<b>34</b>
<b>Summary</b> .....	<b>35</b>

## 1. Uvod

Rejting agencije su privatne kompanije koje određivanjem kreditnog rejtinga utječu na uvjete zaduživanja zemalja, pa time i na njihova gospodarstva. Najpoznatije i najutjecajnije od njih su „tri američke sestre“: Standard and Poor's, Moody's i Fitch, te imaju tržišni udio od oko 95%. Rejting koji je dodijeljen od strane ovih agencija direktno utječe na pristup tržištu kapitala, zato što ove rejtinge prati ogroman broj potencijalnih investitora te su oni pod utjecajem promjene rejtinga isto kao i ocijenjene strane. U ovom radu analizirat će se kako spomenute odluke utječu na uvjete zaduživanja, udjel duga u BDP-u te na određene aspekte gospodarstva zemlje.

Na temelju definiranog problema, postavlja se cilj rada. Cilj rada je detektirati značaj rejting agencija i njihovu ulogu, na temelju odabranih primjera, za gospodarstva razvijenih zemalja te pored toga analizirati utjecaj promjene rejtinga na odabrane ekonomske varijable odabranih zemalja. U radu će se koristiti induktivna i deduktivna metoda, metoda analize i sinteze, komparativna metoda te metoda deskripcije.

Nakon uvodnog dijela rada, rad se usmjerava na razvoj agencija kroz povijest, te strukturu tržišta. Nakon toga pozornost će biti prebačena na neregularnosti s kojima su se susretale ove agencije, te reforme koje su uslijedile nakon krize koja je počela 2008. godine. Sljedeći dio govorit će o rejtingu kao odrednici uvjeta zaduživanja na današnjim tržištima, procesu za dodjelu kreditnog rejtinga, te pa zatim faktorima koji utječu na visinu rejtinga. Slijedi objašnjenja simbola kojima se služe rejting agencije i pitanje procikličnosti rejtinga, ukratko će biti teorijski objašnjeno kako agencije dodjelom rejtinga utječu na promjenu kamatne stope za ocijenjene subjekte. U trećem dijelu rada će biti prezentirani rezultati analize odnosa rejtinga i odabranih makroekonomskih varijabli.

Zaključnim poglavljem sumiraju se spoznaje do kojih se došlo u radu, a na kraju rada nalazi se popis literature, grafova, slika, tablica i internetskih izvora koji su korišteni u ovom radu.

## **2. Agencije za kreditni rejting**

### **2.1. Rana povijest agencija za kreditni rejting**

Kao i na većini tržišta gdje je potražnja dovela do razvitka nekih proizvoda to se dogodilo i na tržištu rejting agencija. Naime, tijekom širenja Sjedinjenih Američkih Država prema zapadu širio se i razmak između proizvođača i potrošača. Problemi s odobrenjem plaćanja na kredit nisu se javljali dok je postojala direktna interakcija između onih kojih su prodavali robu i konzumenata, jer se znalo tko je sposoban podmiriti svoje obveze. Kada osobna poznanstva više nisu postojala između ove dvije strane, strana ponude postala je sumnjičava kome odobriti preuzimanje robe bez prethodnog plaćanja, a kome ne, što je tijekom financijske krize 1837. god. dovelo do preteča današnjih rejting agencija. Te agencije ocjenjivale su sposobnost trgovaca da vrate svoje kredite. Prve moderne rejting agencije pojavile su se početkom 1900-ih, kada su Sjedinjene Američke Države izdale obveznice vezane za izgradnju mreže željeznica koje su trebale gospodarski povezati federaciju. Manjak informacija o financijskim stanjima korporacija odbijao je potencijalne investitore, što je dovelo je do osnivanja kompanija koje su trebale ukloniti taj problem asimetrije informacija. Naime, ove kompanije su izdavale publikacije koje su sačinjavale financijska izvješća o pojedinim firmama. Kriza koja je pogodila financijski sektor 1907. god. dovela je do porasta potražnje za ovakvim nepristranim proizvodima. U početku, te publikacije su bila samo za izvješća koja su vezana za željeznice, ali od 1913. god. dolazi do proširenja na industriju i javne usluge, te se po prvi put upotrebljava označavanje „slovom“ kao oznake sposobnost kreditnog rejtinga. Oznake plus (+) i minus (-) uvedene su tek u 1980-im te su označavale moguća buduća kretanja rejtinga. U godinama koje su slijedile na vrh su se probile četiri agencije: Standard Statistics, Poor's, Fitch te Moody's. Širenje tržišta i porast broja tržišnih igrača rezultirali su rastom utjecaja kompanija za kreditni rejting. 1936. god. donesen je zakon od strane SEC-a (Security and Exchange Commission), da banke ne smiju ulagati u spekulativne obveznice, iz razloga manjeg utjecaja ekonomskih šokova koje su doživjele u prethodnim godinama. Naime, bilo im je jedino odobreno ulaganje u obveznice koje su rangirane kao investicijske. Ta rangiranja vršile su četiri već navedene agencije. Od 1930-ih do 1980-ih, obveznice i rejtingi su bili primarno regulirani preko američkih samouprava te preko američkih

„blue chip“ industrija<sup>1</sup>. Širenje rejtinga nije stalo samo na obveznicama i državama, te je tržište 1960-ih prošireno i na komercijalne zapise i bankarske depozite.

## 2.2. Kasna povijest agencija za kreditni rejting

U razdoblju između 1980-ih i 1990-ih potražnja za rejtinzima raste zbog prelaska s bankovnog posredovanja (intermedijacije) na tržišno (disintermedijaciju) posredovanje. Za ovo razdoblje karakteristična je liberalizacija, ukidanje protekcionističkih mjera i veća mobilnost kapitala, te su ove pojave dovele do pada cijena zaduživanja. Osim privatnih investitora sada i države kao igrači na tržištu žele plasirati prikupljena sredstva u visoko likvidne obveznice. Na tržištu dolazi do procvata visoko-rizičnih obveznica poznatih kao „junk bonds“. Naime radi se o špekulativnim obveznicama koje su visokog povrata. Osim ovih obveznica tu su i obveznice „blue chip“ industrije, koje su s već dokazanom reputacijom.<sup>2</sup> Pojavom strukturiranog financiranja dolazi do porasta prihoda rejting agencija, te im ubrzo ova vrsta prihoda donosi najviše zarade. Tako je Moody's početkom 21. stoljeća računao rejting za oko 5000 subjekata dok je za 6 godina ta brojka narasla za 25 000 rejtinga. Kako se ovdje radi o prijenosu rizika preko kompleksnih ali i legalnih radnji (sekuritizacija) ipak dolazi do toga da neki tržišni subjekti iskorištavaju svoju poziciju tj. plasiranja netočnih rejtinga u cilju ostvarivanja višeg profita što dovodi do stvaranja balona (engl. „bubbles“). Danas se agencije za kreditni rejting dijele u dvije kategorije: priznate (recognized) i nepriznate (unrecognized). U priznate spadaju takozvane „Tri američke sestre“ a to su Standard & Poor's, Moody's i Fitch. Iako se ove tri agencije bave procjenom rizika države, postoje odstupanja u njihovim klijentima. Tako se Fitch najviše bavi bankarskim poslovima i osiguravajućom industrijom. Moody's Investor Service pruža usluge ocjene rejtinga, kreditne analize, industrijske analize te u svom portfelju klijenata pruža usluge ocjene kreditnog rejtinga za više od 100 država i 170 000 kompanija<sup>3</sup>, dok se Standard & Poor's dodatno bavi i ocjenjivanjem i analiziranjem vrijednosnica kako dužničkih tako i vlasničkih papira te

---

<sup>1</sup> Toffler A. (1990), Powershift: Knowledge, wealth, Violence at the Edge of the 21st Century, p. 43-57, NY

<sup>2</sup> Ovdje se radi o „gigantima“ koje se nalaze na Dow-Jones industrial average indeksu (obuhvaća poslovanje 30 velikih korporacija koje su javno emitirane)

<sup>3</sup> Pečarić M. i Visković J. (2012), Međunarodne financije (bilješke uz predavanja i vježbe), Split

financijskim analizama. Neke od nepriznatih agencija su: Japan Credit Rating Agency, DBRS (Kanada), Capital Intelligence, Institutional Investor, Realpoint LLC, Euromoney...

### **2.3. Struktura tržišta agencija za kreditni rejting**

Kroz prijašnji tekst je naglašeno da se rejting industrija razvijala ka oligopolu gdje Moody's i S&P imaju tržišni udio od otprilike 80% a Fitch preuzima 14% udjela, koji je zauzeo treću poziciju preko brojnih spajanja i preuzimanja kroz sedamdesete godine prošlog stoljeća. Treba naglasiti da je rejting industrija usko povezana s razvojem tržišta obveznica, te je tako ukupna vrijednost dužničkih papira narasla za 160% u razdoblju od 1999. do 2009. godine, što u apsolutnim brojkama iznosi porast od 56 000 milijardi USD. Osim „tri američke sestre“ na ovom tržištu posluje oko 150 ostalih agencija kako lokalnih tako i globalnih. Kada je riječ o ostalim agencijama pojavljuje se pitanje: zašto nema više priznatih agencija? Odgovor na ovo pitanje je u preprekama ulasku na tržište. Naime, u osamdesetim godina prošlog stoljeća bilo je nemoguće dobiti NRSRO certifikat koji se izdavao od strane američke agencije za nadzor trgovanja vrijednosnicama i financijskim tržištima, skraćeno SEC. NRSRO se odnosi na Nacionalno priznate statističke rejting organizacije (engl. Nationally recognized statistical rating organizations), a formalni kriteriji za dobivanje nikad nisu objavljeni. Kako brokerima i dilerima osamdesetih godina nije bilo dopušteno provoditi tržišne akcije s vrijednosnicama ispod investicijskog ranga, počeo se stvarati oligopol jer je NRSRO bio odobren za samo 4 agencije. Glavni paradoks je u činjenici kako agencija nije mogla dobiti NRSRO certifikat bez prethodno priznatog statusa u investicijskoj javnosti, a s druge strane, priznati status nije mogla dobiti bez NRSRO certifikata<sup>4</sup>. Iako je SEC izdavanjem ovih potvrda zatvorio vrata dodatnoj konkurenciji, s druge strane, osigurao je stabilnost i „vjerodostojnost“ ove industrije. Iako bi agencije trebale poslovati prema etičnim načelima, ipak dolazi do sukoba interesa između ocjenjivača i ocijenjenih. Kako podnositelji prijave za rejting donose zaradu za agencije, kako fiksnu tako i postotnu kroz emitirane vrijednosne papire, oni mogu biti nezadovoljni rezultatom koji su dobili te raskidom ugovora pronaći novu agenciju u nadi za boljim rezultatom. Do ovoga ne bi trebalo

---

<sup>4</sup> Lovrinović I. (2015), Globalne Financije, Zagreb

doći jer agencije ipak ovise o svojoj reputaciji, te iza svakoga rejtinga stoje svojim imenom, a ako je ono poljuljano nastupit će pad potražnje za proizvodima nevjerodostojne agencije. Tijekom prošlosti postojalo je više pokušaja od strane investitora da sudski nadoknade gubitak koji je nastao ulaganjem u nereprezentativne rejtinge. No, uvijek se ponovila ista priča, a to je Prvi amandman koji za pravo daje svim Amerikancima kako običnom građanu tako i agenciji za rejting koja se deklarira kao izdavačka kuća da iznese svoje mišljenje. Iako su se agencije našle na udaru zbog netransparentnosti poslovanja, njihovo opravdanje je da analiziraju informacije koju su im dane od strane klijenata (ako se radi o željenom rejtingu), te se te informacije uzimaju za istinite bez dubinske provjere koja bi zahtjevala više vremena i bila veći trošak. Jedan od najočitijih primjera je Enron. Naime, Moody's i S&P su držali rejting investicijske razine samo pet dana prije bankrota navedene tvrtke, budući da su raspolagali lažiranim i krivotvorenim informacijama prezentiranim od strane vodstva poduzeća Enron.<sup>5</sup>

## **2.4. Reforme kao posljedica krize**

Agencije za kreditni rejting su se tijekom krize koja je nastupila 2008. godine našle u centru zbivanja. Bijes javnosti, doveo je to ponovnog razmatranja pozicija ovih agencija koje su zauzele u cjelokupnom financijskom tržištu. Novi Zakon, Dodd-Frankov zakon (punim nazivom: engl. Dodd-Frank Wall street Reform and Consumer Protection Act), obuhvatio je regulaciju kompletnoga financijskog tržišta SAD-a. Velika pozornost usmjerena je promjeni načina poslovanja i regulaciji rejting-agencija. Nakon odobrenja Kongresa, američki predsjednik je potpisao navedeni Zakon u lipnju 2010., a implementacija njegovih odredbi provodi se i provodit će se tijekom sljedećih nekoliko godina<sup>6</sup>. Neke odredbe zakona su: osnivanje posebnog tijela unutar SEC-a za superviziju agencija, češće izvještavanje o rejtinzima, smanjivanje asimetrije informacija kroz javnu dostupnost metodologije određivanja rejtinga, odobravanje dodatnih sedam NRSRO certifikata, ukidanjem prava zaštite pod okriljem Prvog amandmana te je omogućeno pravno rješavanje sporova koji su nastali zbog grešaka u dodjeljivanju rejtinga, osim ovih podnesen je zahtjev za ukidanje špekulativnog i investicijskog ranga.

---

<sup>5</sup> Lovrinović I. (2015), Globalne Financije, Zagreb

<sup>6</sup> Ibidem



### **3. Kreditni rejtinzi i uvjeti zaduživanja razvijenih zemalja**

#### **3.1. Proces dodjele rejtinga**

Proces dobivanja rejtinga započinje podnošenjem prijave od strane subjekta koji želi biti evaluiran. Naravno, ovaj proces se naplaćuje te tako cijene dodjeljivanja ranga mogu varirati od 1000 pa do 750 000 američkih dolara. Velik broj emitenata uspostavlja dugoročan odnos s agencijama. Takvi oblici suradnje omogućuju rejting određenog broja već emitiranih vrijednosnica, zatim rejting novih emisija, kao i stalno praćenje emitenata, i to za godišnju naknadu od 10 000 do 1 500 000 američkih dolara.<sup>7</sup> Pored toga, subjekt iz osobnih interesa može od agencije zatražiti da rangira treću stranu, ili pak agencija sama dodjeljuje rang nekim velikim tržišnim igračima kako bi pokrile određeni segment tržišta. Ova vrsta rangiranja naziva se neželjeni rejting (engl. unsolicited rating). Nakon prvog koraka slijedi dodjeljivanje tima analitičara koji će prikupljati relevantne informacije iz pouzdanih izvora. Treći korak je interakcija s izdavateljem, te analiza svih prikupljenih podataka. Korištenjem kompleksnih metodologija ocjenjivači dolaze do traženog ranga te ga predstavljaju podnosiocu prijave. Analitičari nikad nisu otkrili pod kojim intenzitetom različite varijable djeluju na rejting. Nakon prezentiranja ranga agencija zadržava pravo na objavu, ali u nekim slučajevima podnosioc može birati želi li taj rejting javno obznaniti ili pak ostaviti u privatnom vlasništvu. Najčešće ostaje u tajnosti kada ocijenjene osobe nisu zadovoljne rejtingom te ne žele da on ima kontra-efekt.

#### **3.2. Determinante kreditnog rejtinga države**

Kroz dodjeljivanje rejtinga agencije prolaze kroz više od 100 kontrolnih točaka ali sve agencije koriste 4 početna faktora od kojih kreće dodjela ranga. To su: politički faktori, makroekonomski faktori, eksterni faktor i komercijalni faktori. Kroz političke faktore sagledavaju se: stabilnost javnih institucija, efektivnost i transparentnost u vođenju ekonomske politike, stabilnost na političkoj sceni, geopolitički rizik i odnosi sa susjednim zemljama. Stabilni politički faktori su

---

<sup>7</sup> Pečarić M. i Visković J. (2012), Međunarodne financije (bilješke uz predavanja i vježbe), Split

„kamen temeljac“ za sve ostale faktore jer oni osiguravaju daljnje razvijanje domaćeg privatnog sektora, dolazak stranih direktnih investicija te portfolio investicija. Loše vođenje ekonomske politike te konstante smjene na vrhu vlade odbijaju investitore te samim time indirektno dovode do snižavanja rejtinga. Makroekonomski faktori su gospodarski faktori: BDP, BDP per capita, državni proračun, inflacija, nezaposlenost, ekonomska struktura i struktura dohotka, dispariteti u dohotku, orijentiranost tržištu, učinkovitost javnog sektora, fleksibilnost tržišta rada, zaduženost države i javnih i državnih poduzeća, udio javnog duga u BDP-u, dugoročni ekonomski potencijali, monetarna politika – nezavisnost središnje banke, monetarno-kreditna politika te tečajni režim<sup>8</sup>. Države koje imaju veći BDP per capita imaju i veće porezne prihode te samim time su stabilnije kod ispunjavanja svojih obveza u ekonomskim i političkim pogledima. Eksterni faktori kao što su vanjski dug, vanjska likvidnost, stanje i struktura platne bilance te konvertibilnost valute<sup>9</sup> uvelike utječu na kreditni rejting. Naime, ako određena država ima konstantni deficit platne bilance te poseže za vanjskim zaduživanjem kako bi dovela bilancu u ravnotežu, agencije im snižavaju rejting zbog nesposobnosti održavanja ravnoteže što dovodi do skupljeg zaduživanja tj. produbljivanja neravnoteže platne bilance, zatim do nelikvidnosti te se time prisiljava određeni sektor/država/javno poduzeće na restrukturiranje upravljanja javnim dugom. Države često prodaju državna vlasništva (privatizacija) kako bi pribavile određena sredstva za otplatu dijelova javnog duga. Tako najčešći sektori koji bivaju privatizirani su: sektor telekomunikacije, vodoopskrbe, elektro-privreda, autoceste... tj. oni sektori koji su po svojoj prirodi monopoli. Nadalje, postoje komercijalni faktori koji se ogledaju kroz konkurentnost i profitabilnost privatnog sektora, stupanj korupcije i birokracije, porezni sustav države, pravne propise, kreditne rizike, kao i rizik unutra financijskog sektora, prosječne dane naplate potraživanja<sup>10</sup>. Birokracija i visoki porezi riječi su koje investitori ne žele da opisuju zemlju u koju imaju preferencije plasirati kapital jer im direktno uzimaju vrijeme i novac od prihoda. Nadalje, prosječni dani naplate pokazuju disciplinu ekonomskih subjekata da podmire svoje obveze, te tako oni „krase“ Hrvatsku u poslovnom sektoru s 59 dana nakon isteka roka koji iznosi 41 dan, što drugim riječima znači da hrvatski poslovni subjekti trebaju čekati i do tri mjeseca da bi im potraživanja bila podmirena. Sa 68% računa plaćenih na vrijeme Hvati su, bilo

---

<sup>8</sup> Pečarić M. i Visković J. (2012), Međunarodne financije (bilješke uz predavanja i vježbe), Split

<sup>9</sup> Ibidem

<sup>10</sup> Ibidem

da je riječ o poslovnim ili privatnim klijentima, najnepouzdaniji klijenti u Europi<sup>11</sup>. Osim ekonomskih kretanja na rejting dodatno utječu i demografske slike populacije: struktura stanovništva, obrazovni sustav...

### **3.3. Vrste i simboli rejtinga**

Kreditni rejtingi se obično dijele na kratkoročne i dugoročne, a unutar svakog od njih na investicijske i špekulativne pri čemu unutar opet postoji određena gradacija. Kratkoročni rejting se odnosi na mogućnost ispunjavanja pristiglih financijskih obveza u razdoblju od godine dana, te se razlikuje od dugoročnog rejtinga koji se odnosi na razdoblje duže od jedne godine. Ova dva rejtinga ne moraju uvijek biti identična. Naime, razlike između njih mogu proisteći npr. u količini rezervi s kojima ekonomski subjekt raspolaže ili pak u vremenskoj razlici naplate duga (npr. dug stiže na naplatu tek za dvije godine te subjekt može nesmetano poslovati idućih godinu dana). Ako se primijeti da dolazi do smanjivanja udjela međunarodnih pričuva u BDP-u ili uvozu, može doći do kratkoročnih šokova jer npr. zemlje u razvoju održavaju svoju likvidnost preko međunarodnih rezervi. Podjela na investicijske i špekulativne je glavna podjela s obzirom na rizik, pa se tako investicijski rejtingi dodjeljuju zemljama koje su kroz svoju povijest bile pod manjim utjecajem šokova, manje su vjerojatnosti pojave bankrota te veća vjerojatnost ispunjavanja pristiglih obveza. Špekulativne rejtinge imaju više rizične zemlje, tj. one koje su kroz svoju povijest pokazale neke probleme kod ispunjavanja financijskih obveza, za njih se veže politička nestabilnost, visok udio javnog duga u BDP-u, deficit bilance plaćanja, niska stopa rasta BDP-a i slično.

---

<sup>11</sup> Galović G. (2014), Hrvati su najgori platiše u cijeloj Europi, Jutarnji List, Zagreb

**Tablica 1 Dugoročni kreditni rang simboli i njihovo tumačenje**

<b>S&amp;P</b>	<b>Moody's</b>	<b>Opis značenja simbola</b>
AAA AA+	Aaa Aa1	Najviši rejting. Sigurno ispunjenje financijskih obveza.
AA AA- A+	Aa2 Aa3 A1	Vrlo visoka sigurnost ispunjenja financijskih obveza.
A A- BBB+	A2 A3 Baa1	Visoka sigurnost, postoji osjetljivost na nepovoljne ekonomske uvjete.
BBB	Baa2	Sigurnost ispunjenja obveza, postoji osjetljivost na nepovoljne ekonomske uvjete.
BBB-	Baa3	Smatra se najnižom razinom investicijskog razreda
BB+	Ba1	Smatra se najvišom razinom špekulativnog razreda
BB BB- B+	Ba2 Ba3 B1	Mala osjetljivost u kratkom roku, neizvjesnost u budućnosti
B B- CCC+	B2 B3	Veća osjetljivost tijekom loših ekonomskih uvjeta.
CCC CCC-	Caa	Trenutna osjetljivost, ovisnost o povoljnim ekonomskim uvjetima.
CC	Ca	Visoka osjetljivost.
C	C	Visoka osjetljivost, mala vjerojatnost ispunjenja obveza.
D		Nemogućnost ispunjenja financijskih obveza.

Izvor: Moody's Rating Symbols & Definitions 2009, S&P symbols

**Tablica 2 Kratkoročni kreditni rang simboli i njihovo tumačenje**

A-1/P-1	Snazna/viša sposobnost ispunjavanja kratkoročnih financijskih obveza izdavatelja
A-2/P-2	Zadovoljavajuća/visoka sposobnost ispunjavanja kratkoročnih financijskih obveza izdavatelja
A-3/P-3	U slučaju nepovoljnih uvjeta oslabljenja/prihvatljiva sposobnost ispunjavanja kratkoročnih financijskih obveza izdavatelja
B	Izdavatelj ima trenutnu sposobnost ispunjavanja kratkoročnih financijskih obveza ali se susreće sa nesigurnostima, koje mogu ugroziti tu sposobnost, špekulativan karakter.
C	Izdavatelj je trenutno jako ranjiv i njegova sposobnost ispunjavanja kratkoročnih financijskih obveza ovisi o povoljnim uvjetima.
D	Izdavatelj ne ispunjava svoje financijske obveze.
NP	Špekulativni rang, visoki rizik i zakašnjenju ispunjavanju financijskih obveza izdavatelja.

Izvor: Pečarić M. i Visković J. (2012), Međunarodne financije (bilješke uz predavanja i vježbe), Split

Kada se priča o kreditnim rejtingima nužno je definirati još ova dva pojma, a to su CreditWatch i Outlook. Prema S&P-u CreditWatch naglašava njihovo mišljenje kao potencijalnu putanju gibanja kratkoročnih i dugoročnih rejtinga. Agencija bazira svoje pretpostavke na događajima koji su se dogodili ili su pod pretpostavkom događanja. Rejting će dospjeti na listu promatranja ako se dogode neka zbivanja koja u očima analitičara mogu dovesti do značajne promjene, ali su potrebne dodatne informacije. Ako se rejting nalazi na listi ne znači da će nužno doći do promjene. Isto to vrijedi i za outlook (perspektivu), koji se odnosi samo za dugoročne rejtinge. Naime uz sam rejting može biti dodijeljen u obliku pozitivnog, negativnog, stabilnog te evolvirajućeg.

Prema S&P-u postoje četiri različita outlook-a<sup>12</sup>

- Pozitivna perspektiva naglašava moguću promjenu rejting u srednjoročnom razdoblju (6-24 mjeseca) na više.
- Negativna perspektiva označava moguću promjenu rejtinga na niže u srednjem roku.

<sup>12</sup> Preuzeto sa [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)

- Stabilni znači da se rejting neće promijeniti u razdoblju od šest mjeseci do dvije godine.
- Evolvirajuća perspektiva znači da postoji mogućnost da rejting bude pomaknut na više ili niže.

### 3.4. Značaj rejtinga

Stupanj korelacije između rejtinga i zaduživanja je visok, a o tome će više biti u daljnjem tekstu. Naime, kako dolazi do promjene rejtinga kako na više ili niže tako dolazi i do promjene kamatne stope po kojoj se država zadužuje na tržištu kapitala. Snižavanjem rejtinga određenoj državi, investitorima se daje do znanja da je sada vjerojatnost nastanka neplaćanja viša u odnosu na prošlo razdoblje. Razlog smanjenja je morao biti postojan, jer se država našla na udaru šoka bilo iz političkih ili ekonomskih razloga. Kako je sada rizik zemlje viši nego prije, stvara se averzija prema investiranju u tu određenu zemlju. Rezultat je manja potražnja kod investitora te automatski rast kamatne stope, što znači i skuplje zaduživanje države. Dakle, državni rejting značajan je za zemlje iz tri razloga:

- 1) Predstavlja ključnu odrednicu troškova zaduživanja za zemlju na međunarodnim tržištima kapitala.
- 2) Postavlja donju granicu kamatne stope prilikom zaduživanja ostalih domaćih sektora poput financijskih institucija i poduzeća, te stoga utječe na privatne troškove financiranja. Činjenica je da kreditni rejting pojedinog poduzeća ili banke unutar zemlje, ne može biti veći, a u najboljoj mogućnosti isti kao i kreditni rejting države
- 3) Neki institucionalni investitori imaju konzervativnije strategije ulaganja, pa prilikom kreiranja svojega portfelja neće uopće sagledati mogućnosti investiranja u dotičnu zemlju ukoliko ima nizak državni rejting.<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup> Pečarić M. i Visković J. (2012), Međunarodne financije (bilješke uz predavanja i vježbe), Split

Ukoliko dolazi do kretanja kreditnog rejtinga na više zbog razdoblja npr. ekonomskog rasta, znači da je zemlja sada manje izložena riziku nevraćanja pozajmljenih sredstava. Samim time investitori s manje straha ulažu u obveznice koje su emitirane od strane države kod koje dolazi do porasta kreditnog rejtinga. Dolazi do direktnog pada kamatne stope tj. do jeftinijeg zaduživanja države, mogućnosti da se država zaduži za viši iznos i na duži rok otplate.

### 3.5. Procikličnost rejtinga

Joseph Alois Schumpeter<sup>14</sup>, je tvrdio da razvoj kapitalističke privrede, do koje dolazi pomoću inovacijskih procesa nije stalan i jednolik, već slijed ciklusa. Za njega se inovacije nakupljaju u određenim periodima ekonomskog uzleta gospodarstva te je ovo smatrao glavnim razlogom stvaranja ciklusa. Oni se kreću između dvije granice, gornje i donje kao što je i prikazano na grafu 1, te se iznenadni i nagli prijelaz iz faze ekspanzije u kontrakciju naziva kriza.

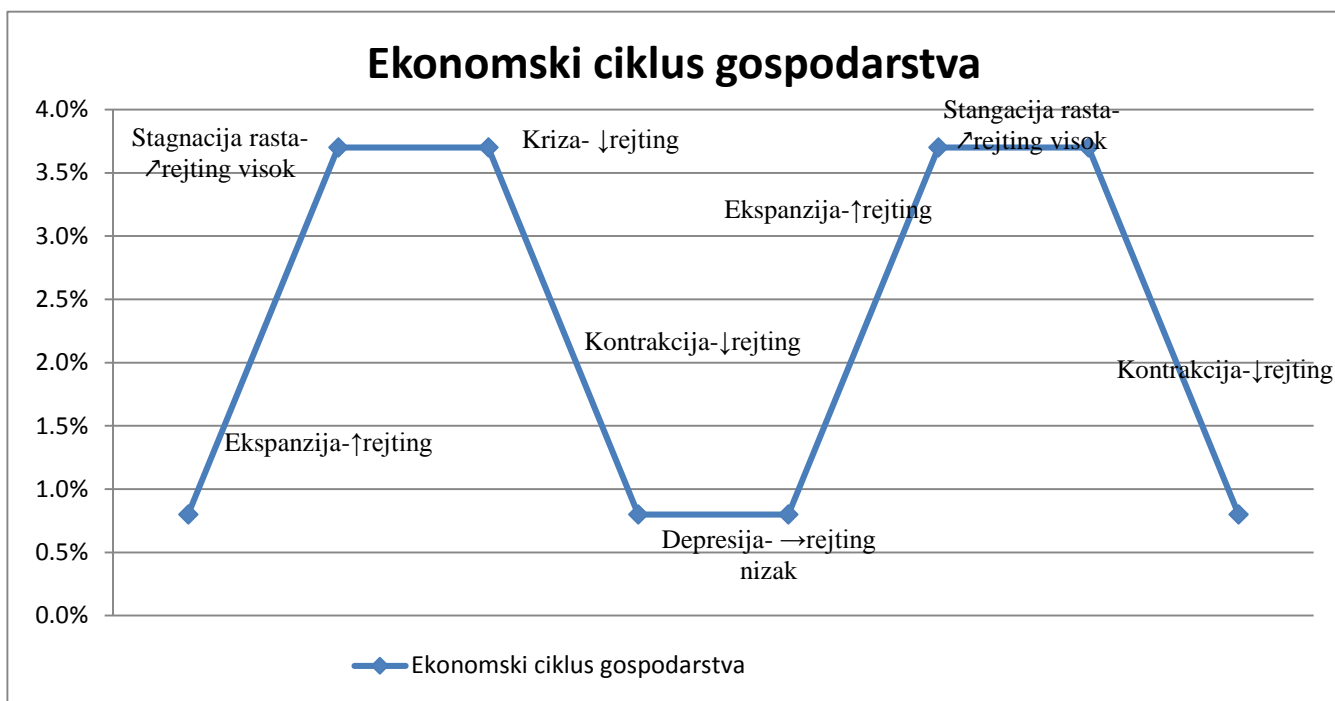
Teorija ekonomskih/poslovnih ciklusa objašnjava tokove ekonomije preko dohotka i zaposlenost; koji su u razdoblju od dvije do deset godina preko velikih ekspanzija i kontrakcija unutar sektora. Postavljaju se pitanja kako na ekonomiju u fazi ekspanzije/kontrakcije djeluje promjena rejtinga na bolje/lošije. Naime, ako se ekonomija nalazi u uzlaznoj putanji te se bilježi rast proizvodnje i zaposlenost, promjena rejtinga na bolje samo će dodatno olakšati pristup jeftinijem zaduživanju preko spuštanja kamatnih stopa, jer su one u visokom stupnju koreliranja s rejtingom države. Kako je ovdje riječ o ciklusima, ekonomska ekspanzija nije vječna te se ona kroz vrijeme približava vrhuncu gdje se događa okret, nastupa kriza te kreće kontrakcija. Obilježja kontrakcije su pad proizvodnosti, pad realnog BDP-a, rast nezaposlenosti...Hoće li spuštanje rejtinga dodatno zagorčati situaciju za ocijenjene subjekte? Pretpostavka da kreditne rejting agencije uzrokuju pro-ciklična ponašanje je bez čvrstih temelja, barem kada se priča o razdoblju od 2001. godine do 2011. godine<sup>15</sup>. Poznato je da je tijekom krize 2008. godine nekim

---

<sup>14</sup> Suman S. (2012), Schumpeter's Theory

<sup>15</sup> Giacomino P. (2013) Are Sovereign Credit Ratings Pro-cyclical?, University of Rome

zemljama Europske Unije snižavanje rejtinga otežalo situaciju prilikom zaduživanja, jer je nakon toga rizik zemlje bio viši nego prije (Portugal, Grčka, Irska). Kreditne rejting agencije su u nekoliko navrata dale izjave da su rejtinzi tih zemalja prije krize bili viši nego realni te s toga nisu bili reprezentativni. Dodatna istraživanja pokazala su da rejtinzi koji su dodjeljeni zemljama odgovaraju onima pretpostavljenima, ili su čak u nekim situacijama bili viši, što bi dogovaralo politikama rejting agencija da osiguraju stabilnost te smanje ciklične fluktuacije.



**Graf 1 Ekonomski ciklus gospodarstva i kretanje rejtinga**

Izvor: izrada autora

#### 4. Analiza utjecaja rejtinga na uvjete zaduživanja za razvijene zemlje

Kroz nekoliko sljedećih dijelova analizirat će se kako je promjena rejtinga tijekom financijske krize koja je nastupila 2008. godine utjecala na različite varijable u gospodarstvu. Za predmet analize uzete će biti zemlje koje su od strane Organizacije za suradnju i razvoj (OECD) svrstane u razvijene zemlje. Tako će za potrebe ovog rada biti uzeta dva subjekta koja su imala fluktuacije u vezi kreditnog rejtinga, a to su: Portugal i Irska.



## 4.1. Analiza utjecaja promjene rejtinga na kamatnu stopu

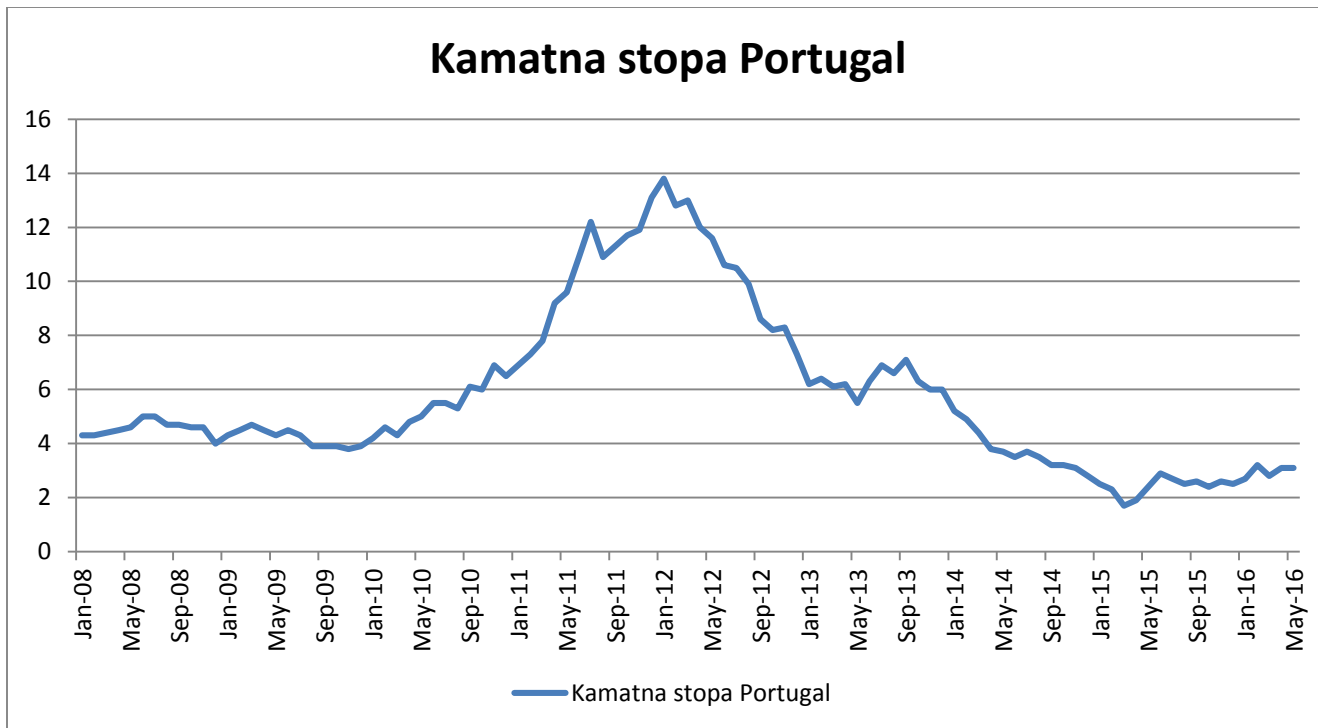
Tijekom prethodnih poglavlja je već spomenuto da promjenom kreditnog rejtinga dolazi i do promjene kamatne stope po kojoj se zemlja zadužuje. Tako će se u ovom dijelu analizirati kako je promjena rejtinga ovih zemalja utjecala na troškove zaduživanja.

- Portugal

Portugal je jedna od južnih zemalja Europske Monetarne Unije, koju je jako pogodila kriza koja je počela u SAD-u 2008. godine te se postepeno širila na globalno tržište. Kriza u Europskoj Uniji je poznata kao kriza državnog duga, jer su zemlje preuzele dugovanja banka na sebe tj. na svoje porezne obveznike kako bi spasile gospodarstva. Kriza je do te mjere pogodila Portugal da se nije mogao zadužiti na financijskom tržištu zbog previsokih kamatnih stopa, koje su rezultirane nepovjerenjem investitora, te je stoga morao tražiti skrb preko kredita Europske Unije i Međunarodnog Monetarnog Fonda. Iznos tih kredita bio je 78 milijardi eura.<sup>16</sup> Portugal je dospio na listu promatranja rejting agencija u svibnju 2010. godine, u istom mjesecu kada je bio prisiljen uzeti kredit od EU i MMF-a. U srpnju iste godine rejting je snižen za dva ranga tj. sa Aa2 na A1. Trebalo bi napomenuti da ako se rejting promjeni za dva ranga unutar razdoblja od 24 mjeseca on se smatra nereprezentativnim (engl. failed rating). Iz grafa br. 2 je vidljivo da najniži kreditni rejting odgovara najvišoj kamatnoj stopi. No, nije sam rejting taj koji određuje cijenu novca, on je samo jedna varijabla koja utječe na to.

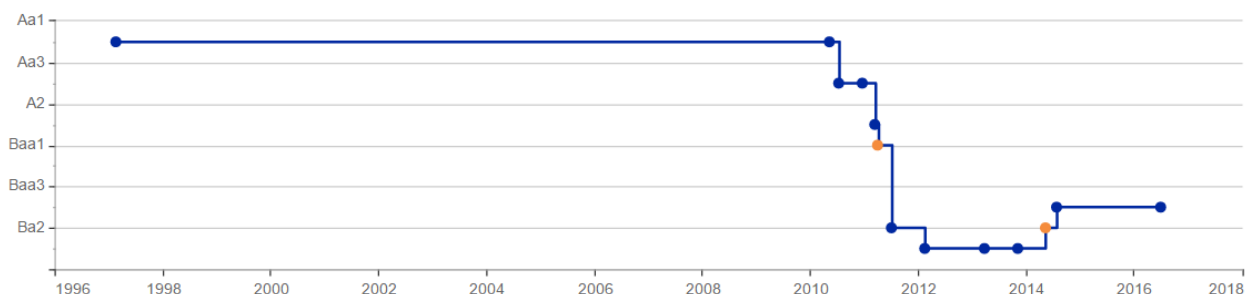
---

<sup>16</sup> Lovrinović I. (2015), Globalne Financije, Zagreb



**Graf 2 Dugoročna kamatna stopa za Portugal**

Izvor: [www.OECD.com](http://www.OECD.com), izrada autora



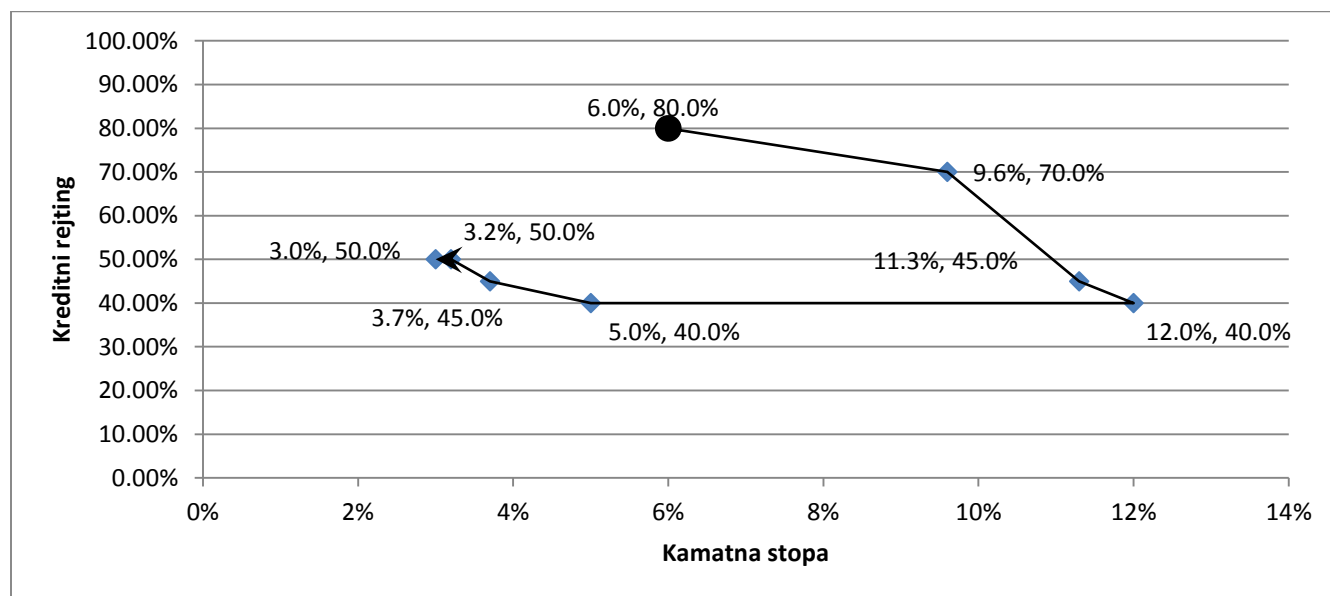
**Slika 1 Kreditni rejting za Portugal**

Izvor: [www.Moody's.com](http://www.Moody's.com)

Spajanjem prethodnog grafa i slike kreditnog rejtinga dobije se graf 3. Svaka točka na grafu predstavlja trenutak u vremenu kada je promijenjen rejting države; za koliko je rangova promijenjen te koliko se promijenila kamatna stopa uslijed promjene rejtinga. Vremenski razmak između promjena rejtinga je vidljiv na slici br. 2. Linja koja povezuje točke predstavlja smjer kojim su se kretale varijable kroz vrijeme. Naspram već prikazanih simbola za kreditni rejting u

budućim grafovima će se koristiti numerički. Granice za rangove su preuzete s internetskog izvora, te se poklapaju sa granicama simbola prikazanih u poglavlju 2.5.4. Koriste se numerički rangovi zbog lakšeg razumijevanja grafova. Tako 100% predstavlja najviši mogući rang (npr. Moody's Aaa), 50% neinvesticijske špekulativne obveznice (Ba1), a 0% nemogućnost ispunjenja financijskih obveza (D).

Iz grafa je vidljivo da je kamatna stopa pri najvišem kreditnom rejtingu iznosila 6% (Aa2 rejting ili 80% iz 2010. godine, prije udara krize). U razdoblju u manjem od dvije godine dolazi do strmoglavog pada rejtinga koji obeshrabruje investitore. Naime, rejting je pao za 10 rangova. Dodavanjem vremenske crte koja povezuje sve trenutke promjene rejtinga uočljiva je promjena kamatne stope, zbog prilagođavanja gospodarstva te povoljnijih kredita za saniranje štete koju je učinila kriza. Dolazi do odstupanja kreditnog rejtinga od kamatne stope, te iako je on u 2012. godini iznosio Ba2 pri stopi od 12%, pri istom rejtingu moglo se zadužiti uz stopu od 5% sredinom 2014. godine (pogledati graf 3). U ovoj usporedbi uzet je vremenski pomak, tj. promjena kamatne stope koja se dogodila neko vrijeme nakon objave promjene rejtinga, za razliku u grafu 5 gdje je kamata uzeta neposredno nakon promjene rejtinga.

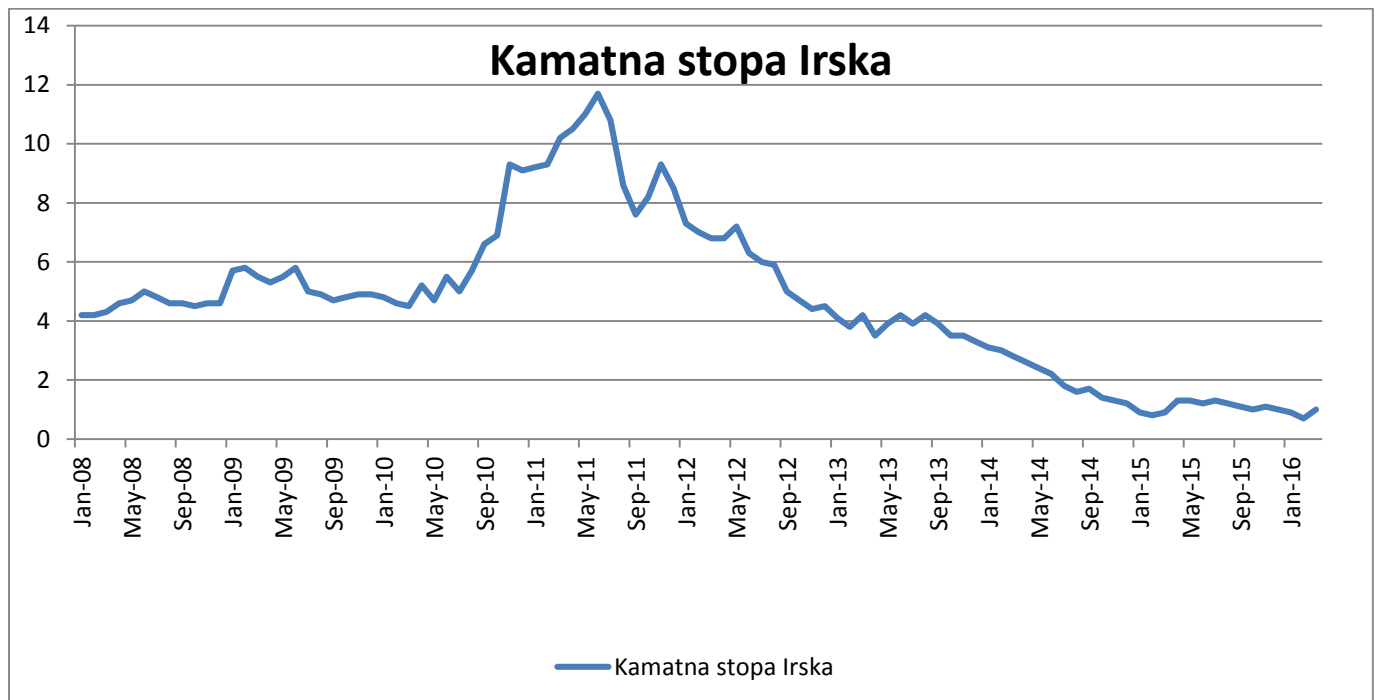


**Graf 3** Međuodnos Kreditnog rejtinga i kamatne stope 2010. godina-2016. godina, sa vremenskim pomakom (2-3 mjeseca).

Izvor: izrada autora

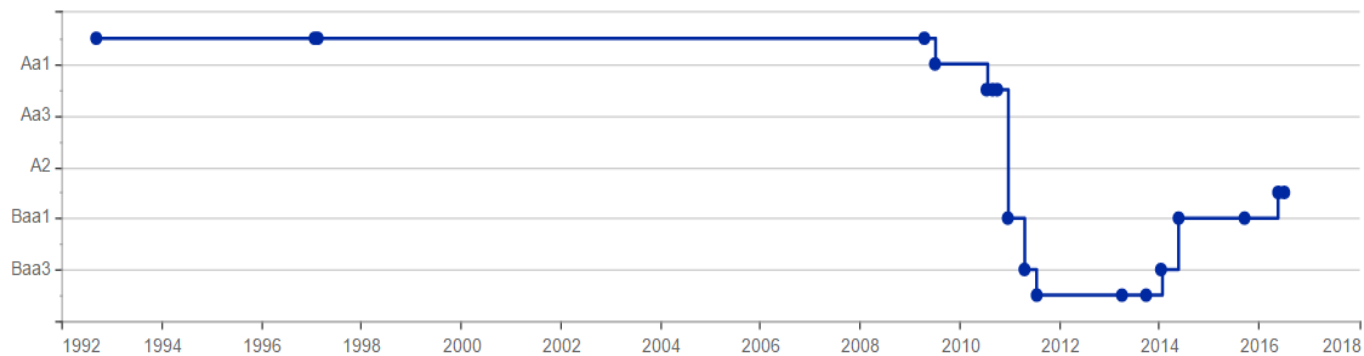
- Irska

Kad je Republika Irska ušla u depresiju 2009. godine došlo je do ekonomske kontrakcije gospodarstva od 14%, pada BDP-a u od 8.5% te porasta nezaposlenosti s 8.75% na 11.4%. Kreditni rejting im je pao s najviše razine investicijskog ranga (Aaa, travanj 2009. godine) na najvišu razinu špekulacijskog ranga (Ba1, srpanj 2011. godine), što je promjena od 10 rangova. Kao i kod Portugala, ovdje se također vidi preklapanje promjene rejtinga i kamatne stope u suprotnim smjerovima, a već je i otprije poznato da su ove dvije varijable obrnuto proporcionalne. U slučaju Irske vidimo postepeno oporavljanje gospodarstva te vraćanje na razinu proizvodnje prije početka krize. Povoljne kamatne stope omogućuju jeftino zaduživanje kako države tako i privatnog sektora, te sigurnost investitora daje Irskoj akceleracijski efekt ka bržem oporavljanju.



**Graf 4 Dugoročna kamatna stopa za Irsku**

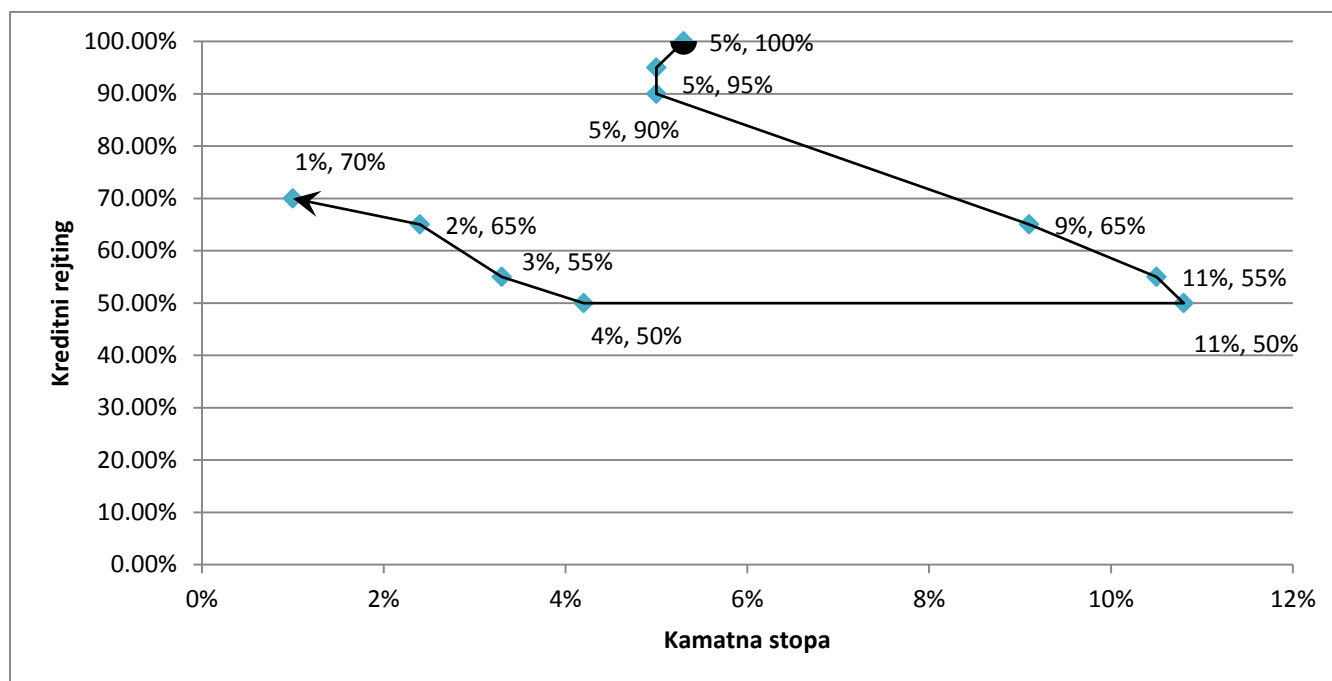
Izvor: [www.OECD.com](http://www.OECD.com), izrada autora



**Slika 2 Kreditni rejting za Irsku**

Izvor: [www.Moody's.com](http://www.Moody's.com)

Kada se ova dva grafa spoje u jedan, tj. ako se pogleda kako su se kretale kamatne stope nakon što je agencija Moody's objavila promjenu kreditnog rejtinga, može se uočiti korelacija između ove dvije varijable.



**Graf 5 Međuodnos Kreditnog rejtinga i kamatne stope 2010. godina-2016. godina, bez vremenskog pomaka**

Izvor: izrada autora

Međutim, zanimljivo je to što nakon određenog vremena, kreditni rejting više ne utječe u tolikoj mjeri na kamatnu stopu kao što je to bilo neposredno nakon objave promjene rejtinga. Tako u Irskoj imamo situaciju gdje je pri najnižem rejtingu došlo do velikih promjena na političkoj sceni (smjena vlasti), te su te promjene obećavale pozitivni ishod, što se na kraju i dogodilo. Ako se grafu pridoda vremenska crta (graf 5), može se vidjeti da je pri rejtingu Ba1 (50%), dugoročna kamatna stopa pala s 11% na 4% u razdoblju od 18 mjeseci. Tako nadalje, pri rastu rejtinga koji se dogodio u 2014. dolazi do istodobnog pada kamatne stope što govori: ako dođe do promijene rejtinga države doći će i do promijene kamatne stope po kojoj se ona zadužuje, no ta kamatna stopa neće biti pod stalnim utjecajem rejtinga te je moguće da dođe do njene snižavanja ili povišenja iako rejting ostane isti što je vidljivo u razdoblju između 2012. i 2014. godine.

## **4.2. Analiza utjecaja promjene rejtinga na udio duga u BDP-u**

Vanjski dug, kao dio ukupnog duga zemlje, je dug koji zemlja duguje vanjskim vjerovnicima. Dužnici mogu biti vlada, korporacija i kućanstva. Tako, MMF definira vanjski dug kao nepodmireni iznos efektivnih trenutnih, ne i kontigentnih obveza koje zahtjevaju plaćanje glavnice i kamata dužnika u nekom vremenu u budućnosti prema nerezidentima.<sup>17</sup> Vanjski dug/BDP kao jedan od najrasprostranjenijih pokazatelja zaduženosti, pokazuje teret duga na ekonomiju tj. BDP, koji odražava ukupni dohodak iz kojeg cijela ekonomija može podmirivati obveze te na taj način pokazuje opasnost od pojavljivanja nesolventnosti.<sup>18</sup>

Bijeg kapitala do kojeg je došlo tijekom krize eurozone, doveo je do toga da kapital bježi iz manje razvijenih zemalja u više razvijene. Tako je došlo do manjka kapitala u zemljama kao što su Španjolska, Portugal, Cipar i Irska a na drugoj strani zemlje poput Njemačke i Francuske osjetile su znatan priljev sredstava. Bijeg kapitala zbivao se preko sustava plaćanja zvanog „Target 2“, ali preko tog istog sustava plaćanja među zemljama ta sredstva su se vraćala u manje

---

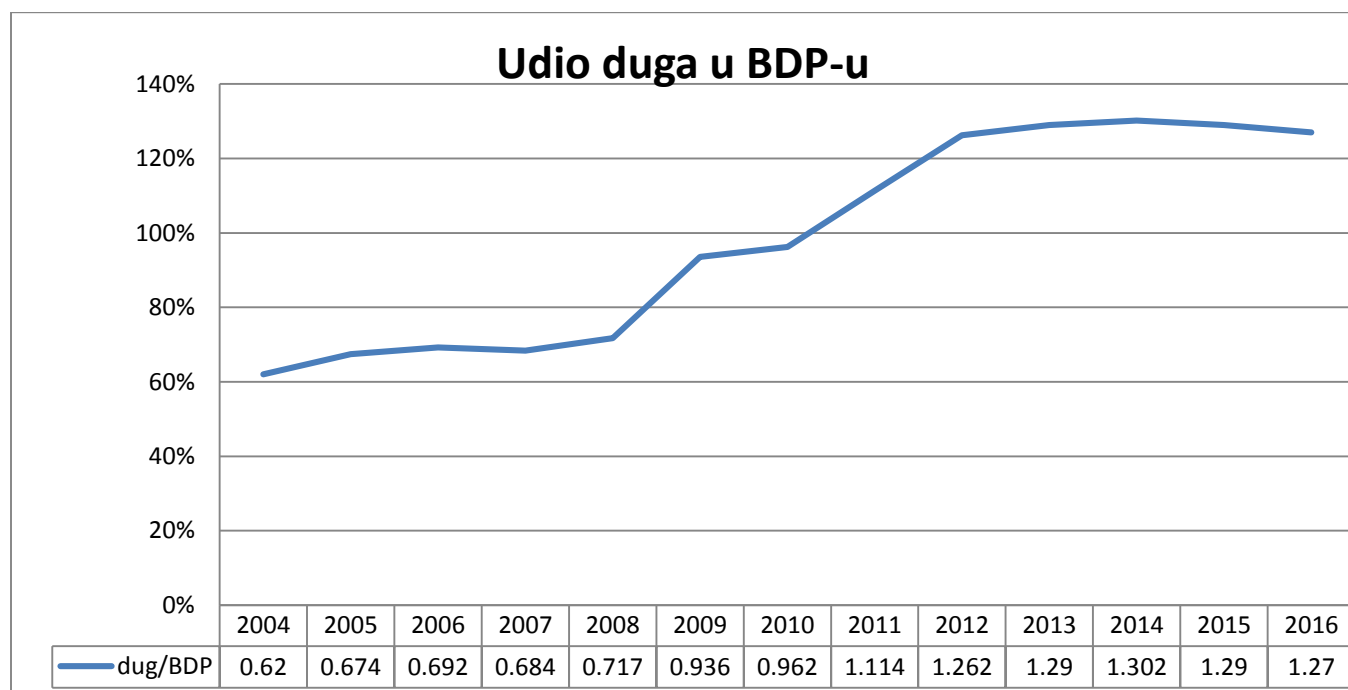
<sup>17</sup> Pečarić M. i Visković J. (2012), Međunarodne financije (bilješke uz predavanja i vježbe), Split

<sup>18</sup> Ibidem

razvijene zemlje u obliku kredita bez znanja vlasnika.<sup>19</sup> Ovaj oblik prijenosa kapitala izazvao je veliku zabrinutost nakon što je primijećen, jer nitko nije imao direktan nadzor nad njim.

U teoriji kreditni rejting djeluje na kamatnu stopu te tako i na dug, jer je kamata direktno povezana sa zaduživanjem. U prethodnim prikazima bilo je lako uočljivo da je rejting djelovao na kamatnu stopu u kratkom i srednjem roku, ali u dugom roku došlo je do prilagođavanja gospodarstva te snižavanja stope bez obzira na isti rejting. U nekoliko idućih sagledanja ispitat će se utjecaj promjene rejtinga na udio ukupnog stranog duga u bruto domaćem proizvodu. Za ekonomske subjekte ponovno će biti uzeti Irska i Portugal zbog svojih čestih fluktuacija u razdoblju od 2006. godine do 2016. godine.

- Portugal

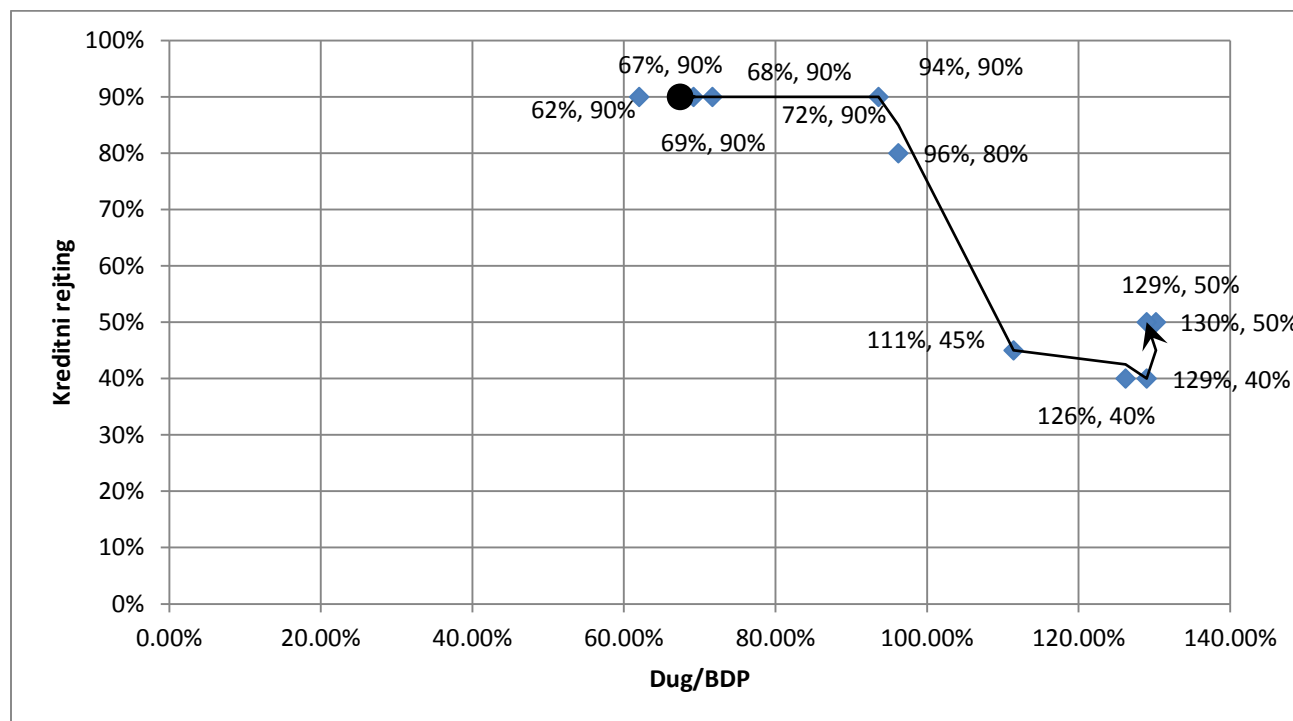


**Graf 6 Udio državnog duga u Bruto Domaćem Proizvodu Portugala u razdoblju od 2006. do 2016.**

Izvor: <http://www.tradingeconomics.com>, izrada autora

<sup>19</sup> Lovrinović I. (2015), Globalne Financije, Zagreb

Iz grafa je vidljivo da je Portugal zemlja koja i prije krize bila umjereno zadužena (prema granicama Svjetske Banke zemlje koje imaju udio duga u BDP-u unutar granica  $80\% \geq x > 48\%$  su umjereno zadužene<sup>20</sup>), te je kriza bila samo okidač da se ovaj postotak poveća. Visok udio državnog duga kao rezultat konstantnog proračunskog deficita je neodrživa situacija, još ako ovome pridodamo brzi rast duga, kao rezultat dobijemo pritisak na smanjenje kreditnog rejtinga države. Državni dug nastao je iz akcija prošlog vođenja a definira mogućnosti države u budućnosti, drugim riječima današnja visina duga i tempo promjene tog iznosa definiraju sutrašnju cijenu zaduživanja.



**Graf 7 Međudnos između kreditnog rejtinga i udjela duga u BDP-a**

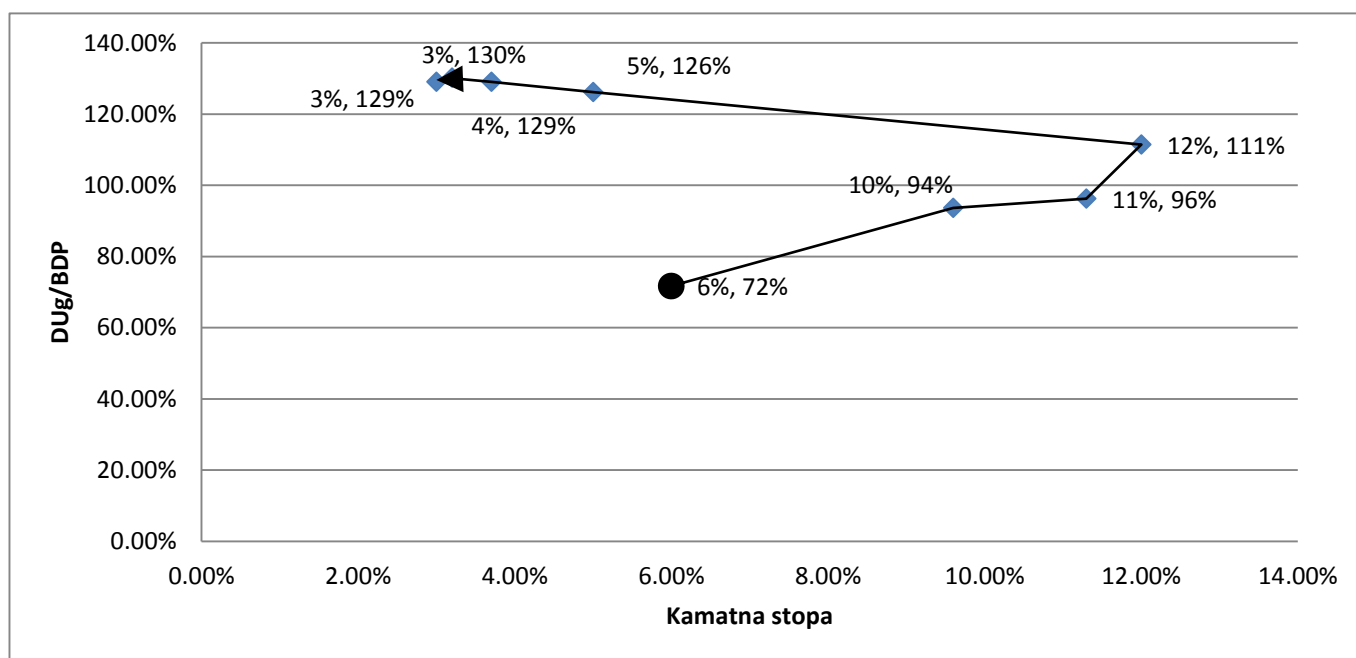
Izvor: izrada autora

Iako je rejting bio stabilan u razdoblju od 2004. do 2009. godine došlo je do nagomilavanja državnog duga što je i opteretilo državni proračun, te je pri snižavanju rejtinga 2010. godine udio

<sup>20</sup> Mihaljek, (2003), Kriteriji zaduženosti zemlje prema klasifikaciji Svjetske banke



duga iznosio blizu 100% BDP-a. Stoga je moguće da je da je ova akcija od strane agencija za kreditni rejting akceleracijski djelovala na povećanje tog udjela. Teorijska pretpostavka je da će linija trenda linearno padati, jer snižavanje rejtinga znači teži pristup tržištu kapitala što znači povećanje duga. U praksi se s Portugalom dogodilo isto što i s odnosom rejtinga i kamatne stope. Nakon nekog vremena došlo je do prilagodbe gospodarstva, te iako je rejting bio nizak (Ba3), došlo je do zaustavljanja rasta duga, te pri rastu rejtinga na Ba1, smanjivanja udjela duga u ukupnom domaćem proizvodu.



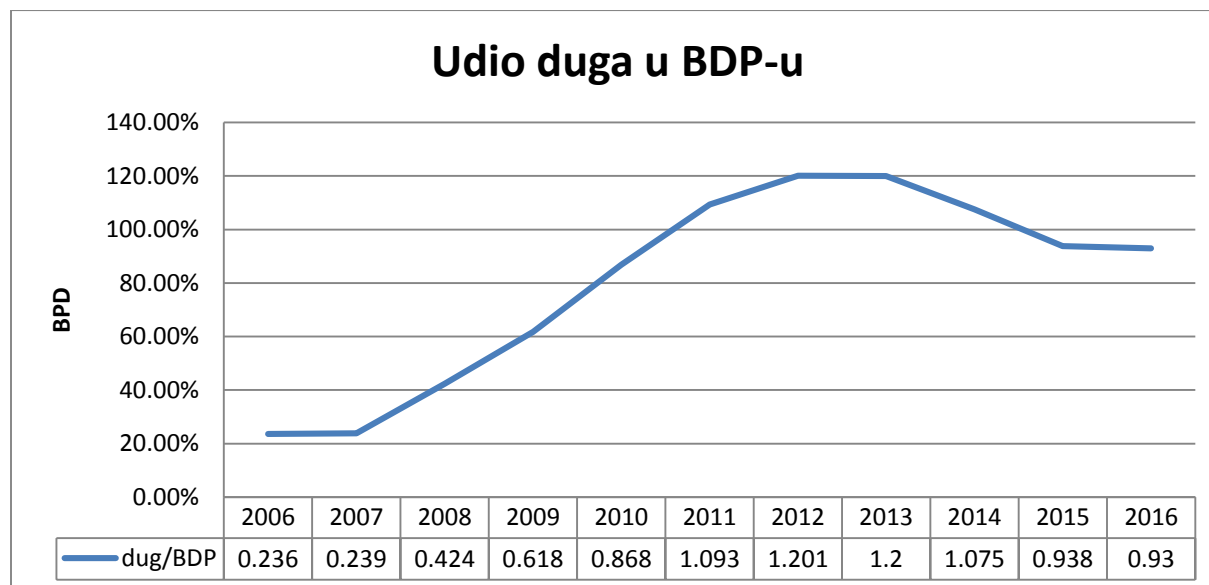
**Graf 8 Međudnos dugoročne kamatne stope i udjela duga u BDP-u**

Izvor: izrada autora

Spajanjem grafa br.2 i br.6, dobije se međudnos kamate i ukupnog udjela državnog dugovanja u domaćem proizvodu. Iz grafa je jasno vidljivo kako pri porastu kamatne stope dolazi i do porasta stranih obveza, ili pak ako se gleda u suprotnom smjeru, ako konstantno dolazi do povećanja obveza prema inozemstvu rezultat će biti porast kamatne stope. Iako je u jednom trenutku došlo do smanjivanja kamatne stope s 12% na 5%, dug se nastavio povećavati. Razlog je u tome što je ekonomiji potrebno vremena da se pokrene, te daljnjim promatranjem trend linije primijeti se

kako je pri posljednjim rezultatima došlo do smanjivanja dugovanja za 1,2%. Pri održavanju ove kamatne stope u budućnosti doći će do dodatnog snižavanja udjela dugovanja c.p.

- Irska

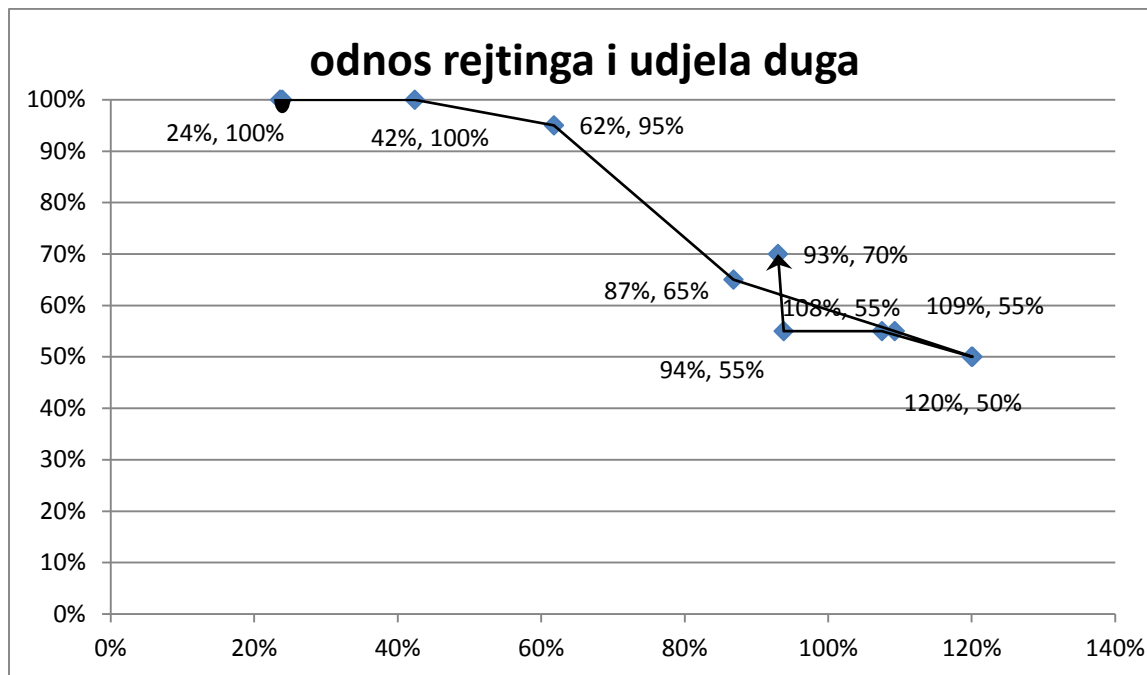


**Graf 9 Udio duga u BDP-u u razdoblju od 2006. do 2016.**

Izvor: <http://www.tradingeconomics.com>, izrada autora

Irska je sve do 2009. godine bila nisko zadužena zemlja te kao stabilna i perspektivna ekonomija često nazivana „keltski tigar“ po uzoru na „azijske tigrove“. No 2010. godina bila je kobna za tog „keltskog tigra“, naime propadom banaka te preuzimanjem tog duga na leđa svojih građana Irska se preopteretila stranim zaduživanjima. Nemogućnost zaduživanja na financijskom tržištu zbog previsokih kamata koje su investitori tražili rezultiralo je zaduživanjem kod Europske Unije kreditom od 85 milijardi eura<sup>21</sup>. Od srpnja 2011. godine pa do siječnja 2014. godine kreditni rejting za Irsku je bio špekulativan, ipak u tom vremenu došlo je do zaustavljanja rasta državnih dugovanja. Povratak u investicijski rang vratilo se povjerenje investitora u tu zemlju što se može iščitati iz grafa 9, snižavanje duga za 12.5% u jednoj godini. Prognoza je da će Irska smanjiti udio duga u BDP-u na 77,3% do 2020. godine.

<sup>21</sup> Lovrinović I. (2015), Globalne financije, Zagreb



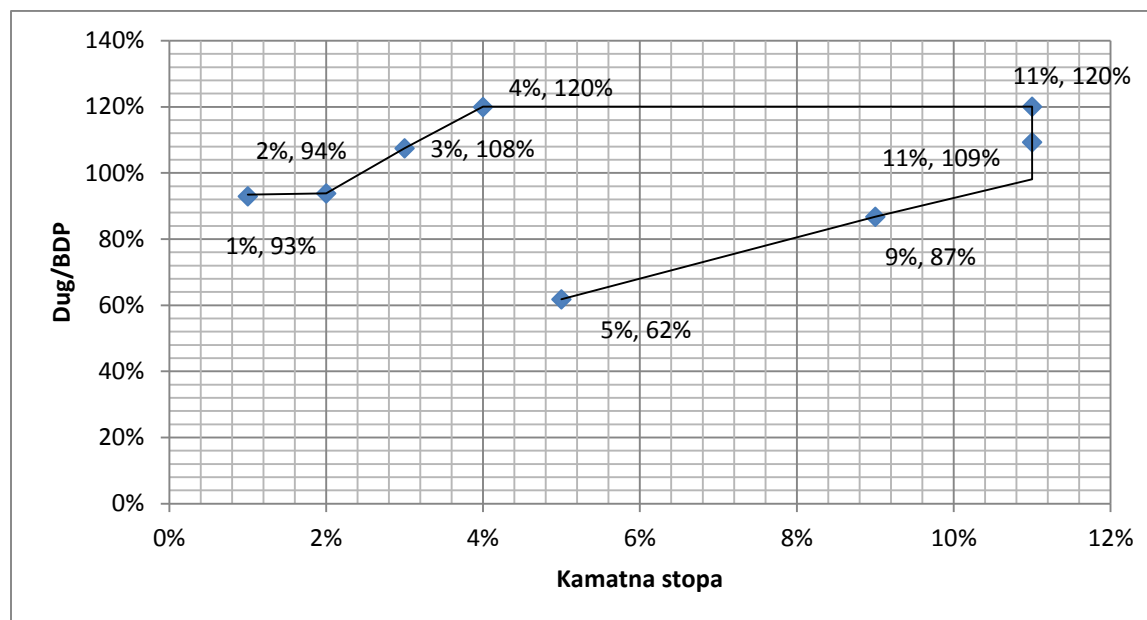
**Graf 10** Međuodnos kreditnog rejtinga i udjela duga u BDP-u

Izvor: izrada autora

Kao što je teorijski predstavljeno najviši rejting odgovara najnižem udjelu duga u domaćem proizvodu (Aaa, 23,6%), te najniži rejting odgovara najvišem udjelu duga (Ba1, 120%). Prateći graf 10 uočljivo je, da postepeno snižavanje kreditnog rejtinga dovodi do povećanja dugovanja zemlje. Kada je rejting dostigao rang Ba1, dolazi do zaustavljanja kretanja na niže te poslovanje zemlje prelazi u suficit što govori da se smanjuju obveze. Nadalje, dolazi do stvaranja trenda povrata na početno stanje, tj. stanje prije krize. Nakon što je došlo do smanjivanja udjela duga indirektno dolazi i do povišenja rejtinga, te nastavkom ovog gibanja Irska će se vratiti u granice umjereno zaduženih zemalja.

Glavni uzrok krize eurozone bio je u neravnotežama bilanci plaćanja zemalja članica jer su stvorene kreditnim bumom između 2000. i 2007. To razdoblje je trajalo predugo i jeftino financiranje stvorilo je balone na tržištima kapitala i nekretnina unutar EU-a što je na kraju

rezultiralo njihovim snažnim padom i nastupom recesije koja osim Njemačke i Poljske još uvijek traje u drugim zemljama ili ponovno prijeti.<sup>22</sup>



**Graf 11** Međuodnos između kamatna stope i udjela duga u BDP-u

Izvor: izrada autora

Kao i u primjeru Portugala korelacija između ove dvije varijable je primjetna. Povećanjem zaduživanja zbog krize dolazi do povećanja rizika zemlje te samim time i povišenja kamatne stope kao nastanka neizvjesnosti vraćanja dugovanja. Stabilizacija rasta duga i kamatnih stopa poklapa se s osnutkom Europskog stabilizacijskog mehanizma (prije je tu ulogu imao Europski stabilizacijski fond), koji je počeo s radom krajem 2012. te je bio jedini mehanizam za očuvanje stabilnosti unutar eurozone što se tiče financijskih šokova. Najviše kredita je odobreno Grčkoj, Španjolskoj, Cipru, Irskoj i Portugalu. Mogao je poslovati emitirajući kratkoročne vrijednosnice novčanog tržišta ili pak preko dugoročnih obveznica s rokom dospijeca do 30 godina. Jamstvo emisijama obveznica je 80 milijardi eura uplaćenog kapitala zemalja članica. ESM usko surađuje s MMF-om.<sup>23</sup>

<sup>22</sup> Lovrinović I. (2015), Globalne financije, Zagreb

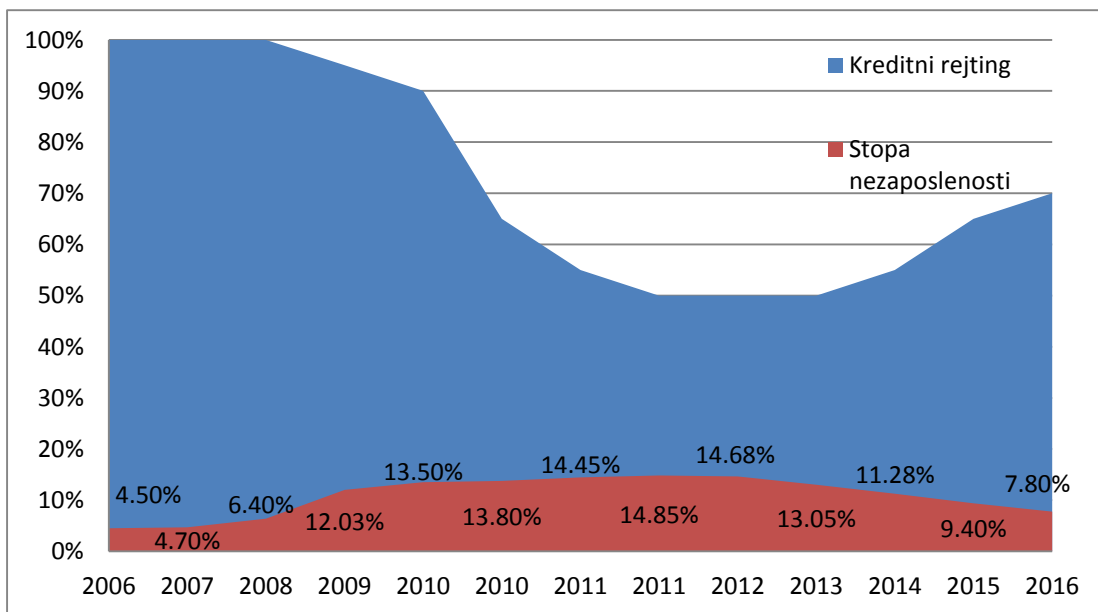
<sup>23</sup> Ibidem

### 4.3. Analiza utjecaja promjene rejtinga na nezaposlenost u zemljama

U ovom dijelu istražiti će se kako je promjena kreditnog rejtinga indirektno utjecala na privatni sektor tj. sektor građanstva. Uspoređivati će se promjene rejtinga sa stopom nezaposlenosti. Kako se već kroz prijašnja poglavlja spomenulo da rejting utječe na kamatnu stopu po kojoj se država zadužuje to automatski znači da utječe i na stopu po kojoj se zadužuju ostali sektori unutar te zemlje. Skuplji krediti za privatni sektor znače obeshrabrenje za investitore koji žele pokrenuti poslovanje, a nemaju dostatnu količinu sredstava u svom vlasništvu.

Treba naglasiti kako kreditni rejting nije glavna varijabla koja djeluje na promjene sljedećih istraživanja već samo jedna od njih koja u različitim zemljama djeluje po različitim intenzitetima. Idući grafovi sagledati će istovremeno kretanje rejtinga i stope nezaposlenosti.

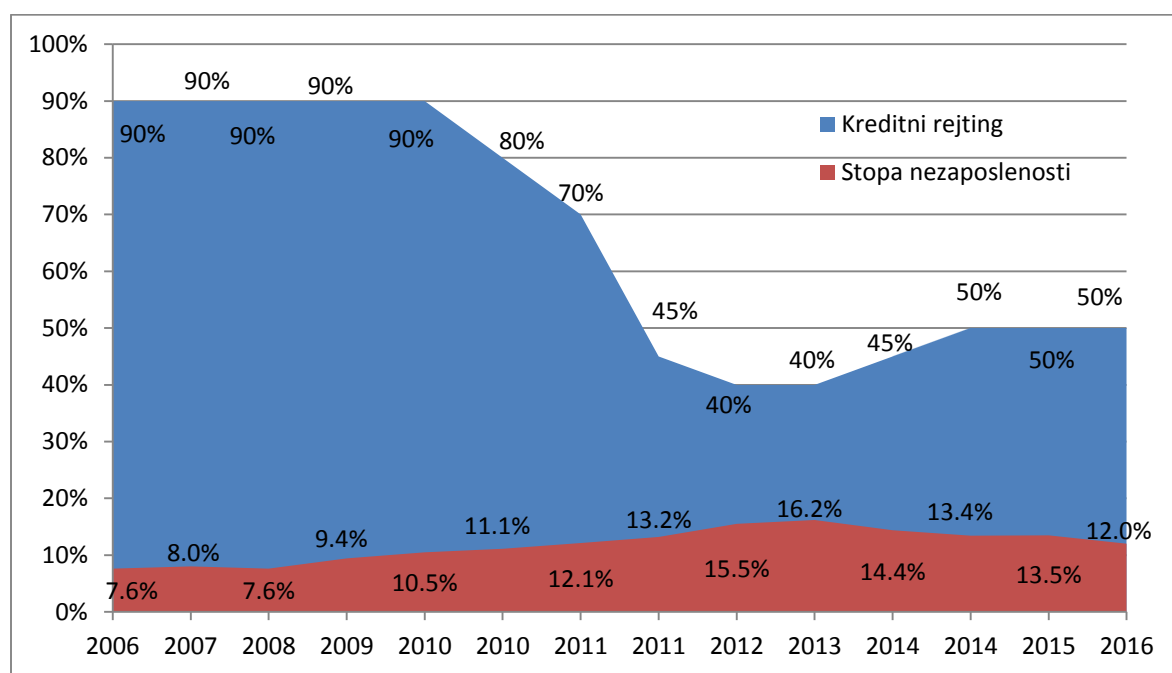
- Odnos kreditnog rejtinga i nezaposlenosti



**Graf 12 Odnos kreditnog rejtinga i stope nezaposlenosti u Irskoj**

Izvor: izrada autora

Primjetno je određeno praćenje kreditnog rejtinga i stope nezaposlenosti, što i nije čudno jer su to dvije obrnuto proporcionalne varijable. Tijekom ekonomske ekspanzije kreditni rejting teži ka višoj, a stopa nezaposlenosti ka nižoj vrijednosti. Dok je rejting bio na najvišoj razini dolazi do laganog povećanja nezaposlenosti zbog nagomilanih kredita koji su uzeti u razdoblju od 2001. do 2007. te u razdoblju nakon toga dolazi do krize koja je šokirala ekonomiju.



**Graf 13 Odnos kreditnog rejtinga i stope nezaposlenosti u Portugalu**

Izvor: izrada autora

Isti trend kao u Irskoj dogodio se i u Portugalu, naime, smanjivanje rejtinga popraćeno je povišenjem nezaposlenosti. Isto vrijedi ako se gleda s druge strane da je povećanje nezaposlenosti popraćeno sniženjem kreditnog rejtinga zemlje. Identična pojava kao i u prvoj promatranoj zemlji gdje najniži rejting odgovara najvišoj stopi nezaposlenosti, te najviši rejting najnižoj stopi.

## 5. Zaključak

Agencije za kreditni rejting prikupljaju dostupne informacije o ekonomskim subjektima te nakon analiziranja podataka dodjeljuju određeni rejting, koji označava kreditni rizik promatranih subjekata. Rejting je mišljenje agencije, koje se bazira na financijskim podacima o sposobnosti dužnika da podmiri svoje obveze. Što imaju veći pristup informacijama to će i rejting biti vjerodostojniji. Naime, uskraćivanje nekih bitnih informacija od strane podnositelja prijave rezultira nereprezentativnim rejtingom. Agencije za kreditni rejting objavljivanjem svojih mišljenja tj. informacija određuju smjer kretanja kapitala. Često se postavlja pitanje zašto uopće tražiti rejting ako se zna da će on biti loš? Odsustvo rejtinga je znak da je ekonomski subjekt slabašan tržišni igrač, te tako pristup teško dostupnim sredstvima još više otežava. Kroz ovaj rad spominjalo se i prociklično djelovanje rejtinga, ova tvrdnja nije još dokazana na dug rok, no na kratki rok empirijski je vidljivo djelovanje rejtinga u negativnom/pozitivnom smjeru za ocijenjenu stranu. Naime, kod obaju promatranih subjekata ovog rada došlo je do pogoršanja u kratkom pa čak i u srednjem roku, te je snižavanje rejtinga samo gore djelovalo na situacije u zemljama. Ne postoje čvrste tvrdnje koje dokazuju da je sam rejting akceleracijski djelovao na promjene određenih ekonomskih varijabli, jer promjena rejtinga slijedi promjene u gospodarstvu, ali tu se može ponovno postaviti pitanje procikličnosti djelovanja, no za rješenje tog pitanja bi trebalo posvetiti poseban rad. U empirijskom dijelu ovog rada, pokušalo se prikazati teorijski objašnjena kretanja kamatne stope, i udjela duga u BDP-u kao rezultat kretanja rejtinga. Za subjekte istraživanja uzeti se Portugal i Irska zbog zanimljive situacije za istraživanje koja ih je zadesila u razdoblju od 2006. do 2009. godine. Teorijski gledano kreditni rejting direktno djeluje na kamatnu stopu zbog toga što je promjenom njega došlo do promjena informacija koje se plasiraju investitorima. Tako sniženje rejtinga govori kako je zemlja sada više rizična nego prije što automatski povisuje kamatnu stopu zbog obeshrabrenja investitora da plasiraju svoja sredstva. Kod promatranih subjekata u kratkom roku se poklapaju teorija i praksa, no što je zanimljivo, na duži rok u oba subjekta je došlo do oporavljanja situacije, tj. smanjenja kamatne stope bez da se promijenio kreditni rejting što je kontradiktorno. Kod promatranja ovog odnosa u Portugalu na kratki rok, zabilježeni su rezultati više fluktuacije iz razloga što se promatrala kamatna stopa koja je bila nekoliko mjeseci nakon objave o promjeni rejtinga. Ovo je dokaz da je potrebno neko vrijeme da informacija o promjeni rejtinga dospije do investitora. Iz ovog

razloga zabilježene su manje fluktuacije kod drugog subjekta, Irske, jer su kamatne stope gledane neposredno nakon promjene rejtinga. Također analizirao se odnos rejtinga i promjene udjela duga u BDP-u i može se reći da se istraživanje i teorija poklapaju u većini perioda promatranja. Tako kod snižavanja rejtinga dolazi do povećavanja duga, što je zabilježeno u obje države. Period zaustavljanja pada rejtinga i povećanja duga se poklapaju, te iako je rejting ostao na istoj razini udio duga je sporo počeo opadati što znači da su države prešle iz deficitarnog stanja u suficitarno. Oba subjekta su prošla određeno vrijeme stabilizacije koje je bilo potrebno da se počnu sanirati štete nanosene finansijskom tržištu i gospodarstvu zemlje. Konačno može se reći da promjena rejtinga inicijalno djeluje prociklično, no da se s vremenom, pod utjecajem i drugih faktora, procikličnost oslabi.

Za kraj može se zaključiti kako agencije za kreditni rejting imaju snažan značaj za gospodarstva razvijenih zemalja i to u prvom redu preko cijene zaduživanja. No, na nju utječu i drugi faktori, pa je moguće da promjena rejtinga ne bude nužno popraćena promjenom kamatne stope.



## Literatura

### Knjige i radovi:

1. Lovrinović I. (2015): Globalne financije, Zagreb
2. Mihaljek, (2003): Kriteriji zaduženosti zemlje prema klasifikaciji Svjetske banke
3. Pečarić M. i Visković J. (2012): Međunarodne financije, bilješke uz predavanje i vježbe, Split
4. Suman S. (2012): Schumpeter's Theory
5. Toffler A. (1990): Powershift: Knowledge, wealth, Violence at the Edge of the 21st Century, stranice 43-57, NY

### Časopisi i novine:

6. Galović G. (2014): Hrvati su najgori platiše u cijeloj Europi, Jutarnji List, Zagreb
7. Moody's (2009): Rating Symbols & Definitions, Moody's Investor Service
8. Standard & Poor's (2012): Standard & Poor's Ratings Definitions
9. The Economist (1995): „Finance and Economics, Rating the rating agencies“, New York

### Internet izvori:

10. Giacomino P. (2013): University of Rome- Are Sovereign Credit Ratings Pro-cyclical?
11. <https://www.fitchratings.com>
12. <http://www.tradingeconomics.com>
13. <http://www.oecd.org>
14. <http://ec.europa.eu/eurostat>
15. [www.moody's.com](http://www.moody's.com)
16. [www.standardandpoor's.com](http://www.standardandpoor's.com)

## Popis grafova

Graf 1 Ekonomski ciklus gospodarstva.....	14
Graf 2 Dugoročna kamatna stopa za Portugal.....	16
Graf 3 Međuodnos Kreditnog rejtinga i kamatne stope 2010.godina-2016.godina, sa vremenskim pomakom(2-3 mjeseca).....	17
Graf 4 Dugoročna kamatna stopa za Irsku.....	18
Graf 5 Međuodnos Kreditnog rejtinga i kamatne stope 2010.godina-2016.godina, bez vremenskog pomaka.....	19
Graf 6 Udio stranog duga u Bruto Domaćem Proizvodu Portugala u razdoblju od 2006.godine do 2016.godine.....	21
Graf 7 Međuodnos između kreditnog rejtinga i udjela duga u BDP-a .....	22
Graf 8 Međuodnos dugoročne kamatne stope i udjela duga u BDP-u.....	23
Graf 9 Udio duga u BDP-u u razdoblju od 2006. do 2016.....	24
Graf 10 Međuodnos kreditnog rejtinga i udjela duga u BDP-u.....	25
Graf 11 Međuodnos između kamatna stope i udjela duga u BDP-u.....	26
Graf 12 Odnos kreditnog rejtinga i stope nezaposlenosti u Irskoj.....	27
Graf 13 Odnos kreditnog rejtinga i stope nezaposlenosti u Portugalu.....	28

## **Popis slika**

Slika 1 Kreditni rejting za Portugal.....16

Slika 2 Kreditni rejting za Irsku.....19

## **Popis tablica**

Tablica 1 Dugoročni kreditni rang simboli i njihovo tumačenje.....10

Tablica 2 Kratkoročni kreditni rang simboli i njihovo tumačenje.....11

## Sažetak

U ovom radu se ispituje koliki značaj imaju agencije za kreditni rejting kada je u pitanju zaduživanje razvijenih zemalja. Teorijski je kreditni rejting u uskoj vezi s kamatnom stopom te će promjena rejtinga utjecati na stopu zaduživanja države što u konačnici dovodi i do promjene kod privatnog sektora, jer nitko unutar države ne može imati viši rejting nego ona sama. Kada dolazi do promjene rejtinga na niže dolazi i do povišenja cijene novca, tj. skupljeg zaduživanja iz razloga što je sada ta država rizičnije nego prije. Empirijsko istraživanje je potvrdilo utjecaj promjene rejtinga na kamatnu stopu i udio duga u BDP-u. Naime, kod promatranih subjekata neposredno nakon objave o promjeni rejtinga od strane rejting agencija, dolazi i do pomicanja razine kamatne stope, te je ona najviše oscilirala kada je u pitanju česta promjena rejtinga. Što se tiče udjela duga, tu je isto primjetna negativna korelacija. Kada je već došlo do promjene ranga promatranih subjekata došlo je i promijene pristupa tržištu kapitala. Tako kada su pala gospodarstva, a s njima i rejting promatrane države su morale potražiti drugi izvor financiranja tj. zaduživanje. Kako su kamatne stope rasle to je zaduživanje bilo skuplje, a kako je gospodarstvo padalo takva vrsta financiranja je bila sve neophodnija. Tako je dolazilo do povećanja udjela duga u BDP-u sve dok se gospodarstvo nije stabiliziralo što je rezultiralo nižom kamatnom stopom uz nepromijenjen rejting. Kod oba promatrana subjekta došlo je do promjene cijene zaduživanja na niže iako je rejting ostao isti, što govori da ako se stabilizira situacija u državi, vraća se povjerenje investitora te samim time i želja da se investira u tu državu, što znači da rejtingi nakon nekog vremena izgube prociklično djelovanje.

Ključne riječi: Agencije za kreditni rejting, uvjeti zaduživanja, procikličnost rejting.

## Summary

This paper tries to quantify the significance of credit rating agencies when it comes to developed countries and their need for money. Theoretically, credit rating is closely related with the interest rate and a change in the rating will affect the price of borrowing money that government has to pay (interest rate), and that causes changes in the private sector because nobody within the country can have higher rating than the country itself does. When a situation like lowering the credit rating of the country happens it causes a growth of the interest rate because the risk is higher now for those who lend the money. The empirical research confirms the correlation between interest rate and the share of debt in the GDP. In fact, the countries we observed had an immediate response to the change of rating by rating agencies, and interest rate changed almost simultaneously. Furthermore, the interest rate oscillated more the more often credit rating changed. As far as the share of debt in GDP is concerned, the negative correlation is also visible. When the change of rating had already happened, at the same time the access to the market of capital changed. When the economies around the world collapsed, the credit rating also collapsed and they had to find another source of financial resources. By doing so, the share of debt in GDP kept growing until the economies were more stabilized and that resulted in the decline of the interest rate while the credit rating of the country remained unchanged. With the both countries that were observed it led to change in price (the decline of interest rate) of financial resources they borrowed, even though the credit rating remained the same. That means that, if the economy stabilizes in the country, the trust of the investors rises and with that they are more willing to invest in that country. Besides this, there is a visible negative correlation between the credit rating and the rate of unemployment in the country.

Key words: Credit rating agencies, effect on selected factors, procyclical effect.