

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

271

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Tom 1



Redaktorzy naukowi

Adam Kopiński, Tomasz Słoński,

Bożena Ryszawska



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kozuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Justyna Mroczkowska

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-219-2 (całość)

ISBN 978-83-7695-223-9 t. 1

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	11
Abdul Nafea Al Zararee, Abdulrahman Al-Azzawi: The impact of free cash flow on market value of firm.....	13
Tomasz Berent, Sebastian Jasinowski: Financial leverage puzzle – preliminary conclusions from literature review	22
Michał Buszko: Zarządzanie ryzykiem konwersji kapitału nieruchomości (<i>equity release</i>)	40
Magdalena Bywalec: Jakość portfela kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2007-2011	49
Jolanta Ciak: Model of public debt management institutions in Poland and the models functioning within the European Union	59
Leszek Czapiewski, Jarosław Kubiak: Syntetyczny miernik poziomu asymetrii informacji (SMAI)	68
Anna Doś: Low-carbon technologies investment decisions under uncertainty created by the carbon market.....	79
Justyna Dyduch: Ocena efektywności kosztowej inwestycji proekologicznych.....	88
Ewa Dziawgo: Analiza własności opcji <i>floored</i>	100
Ryta Dziemianowicz: Kryzys gospodarczy a polityka podatkowa w krajach UE.....	113
Józefa Famielec: Finansowanie zreformowanej gospodarki odpadami komunalnymi	123
Anna Feruś: The use of data envelopment analysis method for the estimation of companies' credit risk	133
Joanna Fila: Europejski instrument mikrofinansowy Progress wsparciem w obszarze mikrofinansów.....	144
Sławomir Franek: Ocena wiarygodności prognoz makroekonomicznych – doświadczenia paktu stabilności i wzrostu a wieloletnie planowanie budżetowe	152
Paweł Galiński: Produkty i usługi bankowe dla jednostek samorządu terytorialnego w Polsce.....	162
Alina Gorczyńska, Izabela Jonek-Kowalska: Kwity depozytowe jako źródło finansowania podmiotów gospodarczych w warunkach globalizacji rynków finansowych	172
Jerzy Grabowiecki: Financial structure and organization of <i>keiretsu</i> – Japanese business groups.....	181

Sylwia Grenda: Ryzyko cen transferowych w działalności przedsiębiorstw powiązanych	191
Maria Magdalena Grzelak: Ocena związków pomiędzy nakładami na działalność innowacyjną a konkurencyjnością przedsiębiorstw przemysłu spożywczego w Polsce.....	202
Agnieszka Jachowicz: Finanse publiczne w Polsce w świetle paktu stabilności	214
Agnieszka Janeta: Rynkowe wskaźniki oceny stanu finansów publicznych na przykładzie wybranych krajów strefy euro	226
Agnieszka Janeta: Obligacje komunalne jako instrument finansowania rozwoju lokalnego i regionalnego.....	236
Bogna Janik: Efficiency of investment strategy of Socially Responsible Funds Calvert.....	247
Anna Jarzębska: Obszary zarządzania płynnością finansową w publicznej szkole wyższej	256
Tomasz Jewartowski, Michał Kaldoński: Struktura kapitału i dywersyfikacja działalności spółek rodzinnych notowanych na GPW	265
Marta Kacprzyk, Rafał Wolski, Monika Bolek: Analiza wpływu wskaźników płynności i rentowności na kształtowanie się ekonomicznej wartości dodanej na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie.....	279
Arkadiusz Kijek: Modelowanie ryzyka sektorowego przy zastosowaniu metody harmonicznej	289
Anna Kobialka: Analiza dochodów gmin województwa lubelskiego w latach 2004-2009.....	302
Anna Korombel: Zarządzanie ryzykiem w praktyce polskich przedsiębiorstw	313
Anna Korzeniowska, Wojciech Misterek: Znaczenie instytucji otoczenia biznesu we wdrażaniu innowacji MŚP.....	322
Magdalena Kowalczyk: Wykorzystanie narzędzi rachunkowości zarządczej w sektorze finansów publicznych.....	334
Mirosław Kowalewski, Dominika Siemianowska: Zarządzanie kosztami za pomocą zarządzania przez cele na przykładzie zakładu przetwórstwa mięsnego X	343
Paweł Kowalik, Błażej Prus: Analiza wyznaczania kwoty na wyrównanie dochodów w krajowych niemieckich systemach wyrównania finansowego na przykładzie 2011 roku.....	353
Sylwester Kozak, Olga Teplova: Covered bonds and RMBS as secured funding instruments for the real estate market in the EU.....	367
Małgorzata Kożuch: Preferencje podatkowe jako narzędzia subsydiowania przedsięwzięć ochrony środowiska	378
Marzena Krawczyk: Gotowość inwestycyjna determinantą pozyskiwania kapitału od aniołów biznesu	388

Marzena Krawczyk: Teoria hierarchii źródeł finansowania w praktyce innowacyjnych MŚP w Polsce	397
Jarosław Kubiak: Planowanie należności na podstawie cyklu ich rotacji określonego według zasady lifo oraz według wartości średniej	407
Iwa Kuchciak: <i>Crowdsourcing</i> w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa.....	418
Marcin Kuzel: Chińskie inwestycje bezpośrednie na świecie – skala, kierunki i motywy ekspansji zagranicznej	427
Katarzyna Lewkowicz-Grzegorzczak: Progresja podatkowa a redystrybucja dochodów	439
Katarzyna Lisińska: Struktura kapitałowa przedsiębiorstw produkcyjnych w Polsce, Niemczech i Portugalii	449
Joanna Lizińska: Problem doboru portfela porównawczego w długookresowej ewaluacji efektów kolejnych emisji akcji	459
Bogdan Ludwiczak: Wykorzystanie metody VaR w procesie pomiaru ryzyka.....	468
Justyna Łukomska-Szarek: Ocena zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w Polsce w latach 2004-2010.....	480
Agnieszka Majewska: Wykorzystanie opcji quanto w zarządzaniu ryzykiem pogodowym w przedsiębiorstwach sektora energetycznego.....	490
Monika Marcinkowska: Rachunkowość społeczna – czyli o pomiarze wyników przedsiębiorstw w kontekście oczekiwań interesariuszy	502

Summaries

Abdul Nafea Al Zararee: Wpływ wolnych przepływów pieniężnych na wartość rynkową firmy	21
Tomasz Berent, Sebastian Jasinowski: Dźwignia finansowa – wstępne wnioski z przeglądu literatury.....	39
Michał Buszko: Risk management of real estate equity release	48
Magdalena Bywalec: The quality of the portfolio of housing loans in Poland in 2007-2011	58
Jolanta Ciak: Model instytucji zarządzania długiem publicznym w Polsce na tle modeli funkcjonujących w Unii Europejskiej	67
Leszek Czapiewski, Jarosław Kubiak: Synthetic measure of the degree of information asymmetry	78
Anna Doś: Decyzje o inwestycjach w technologii obniżające emisję CO ₂ w warunkach niepewności stwarzanej przez europejski system handlu emisjami.....	87
Justyna Dyduch: Assessment of cost effectiveness of proecological investments	99
Ewa Dziawgo: The analysis of the properties of floored options	112

Ryta Dziemianowicz: Economic crisis and tax policy in the EU countries ...	123
Józefa Famielec: Financing of reformed economy of municipal waste	132
Anna Feruś: Wykorzystanie metody granicznej analizy danych do oceny ryzyka kredytowego przedsiębiorstw	143
Joanna Fila: The European Progress Microfinance Facility as an example of the support in microfinance	151
Sławomir Franek: Credibility of macroeconomic forecasts – experiences of stability and growth pact and multi-year budgeting planning	161
Paweł Galiński: Banking products and services for local governments in Poland	171
Alina Gorczyńska, Izabela Jonek-Kowalska: Depositary receipts as a source of businesses entities financing in the conditions of globalization of financial markets	180
Jerzy Grabowiecki: Struktura finansowa i organizacja japońskich grup kapitałowych <i>keiretsu</i>	190
Sylwia Grenda: Transfer pricing risk in the activity of related companies	201
Maria Magdalena Grzelak: Assessment of relationship between outlays on innovation and competitiveness of food industry enterprises in Poland....	213
Agnieszka Jachowicz: Public finance in Poland in the perspective of the Stability and Growth Pact	225
Agnieszka Janeta: Market indicators assessing the state of public finances: the case of selected euro zone countries.....	235
Agnieszka Janeta: Municipal bonds as a financing instrument for local and regional development.....	246
Bogna Janik: Efektywność strategii inwestycyjnych funduszy społecznie odpowiedzialnych Calvert	255
Anna Jarzębska: Areas of liquidity management in public university	264
Tomasz Jewartowski, Michał Kaldoński: Capital structure and diversification of family firms listed on the Warsaw Stock Exchange	278
Marta Kacprzyk, Rafał Wolski, Monika Bolek: Liquidity and profitability ratios influence on economic value added basing on companies listed on the Warsaw Stock Exchange.....	288
Arkadiusz Kijek: Sector risk modelling by harmonic method	301
Anna Kobiałka: Analysis of revenue of Lublin Voivodeship communes in 2004-2009	312
Anna Korombel: Risk management in practice of Polish companies.....	321
Anna Korzeniowska, Wojciech Misterek: The role of business environment institutions in implementing SMEs' innovations	333
Magdalena Kowalczyk: Using tools of managerial accounting in public finance sector	342

Mirosław Kowalewski, Dominika Siemianowska: Cost management conducted with the utilization of Management by Objectives on an example of meat processing plant.....	352
Paweł Kowalik, Błażej Prus: The analysis of determining the amount of the financial equalization in German's national financial equalization systems on the example of 2011	366
Sylwester Kozak, Olga Teplova: Listy zastawne i RMBS jako bezpieczne instrumenty finansujące rynek nieruchomości w UE	377
Małgorzata Kożuch: Tax preferences as the instrument of subsidizing of ecological investments.....	387
Marzena Krawczyk: Investment readiness as a determinant for raising capital from business angels	396
Marzena Krawczyk: Theory of financing hierarchy in the practice of innovative SMEs in Poland.....	406
Jarosław Kubiak: The receivables level planning on the basis of cycle of rotation determined by the LIFO principles and by average value	417
Iwa Kuchciak: Crowdsourcing in the creation of bank company value	426
Marcin Kuzel: Chinese foreign direct investment in the world – scale, directions and determinants of international expansion	438
Katarzyna Lewkowicz-Grzegorzcyk: Tax progression vs. income redistribution.....	448
Katarzyna Lisińska: Capital structure of manufacturing companies in Poland, Germany and Portugal.....	458
Joanna Lizińska: The long-run abnormal stock returns after seasoned equity offerings and the choice of the reference portfolio	467
Bogdan Ludwiczak: The VAR approach in the risk measurement	479
Justyna Łukomska-Szarek: Assessment of debt of local self-government units in Poland in the years 2004-2010.....	489
Agnieszka Majewska: Weather risk management by using quanto options in enterprises of the energy sector.....	501
Monika Marcinkowska: “Social accounting” – or how to measure companies’ performance in the context of stakeholders’ expectations	525

Agnieszka Janeta

Politechnika Opolska

RYNKOWE WSKAŹNIKI OCENY STANU FINANSÓW PUBLICZNYCH NA PRZYKŁADZIE WYBRANYCH KRAJÓW STREFY EURO

Streszczenie: Nadmierne zadłużenie stanowi obecnie najpoważniejszy problem, z jakim musi się zmagać większość krajów strefy euro. W wyniku braku dyscypliny budżetowej oraz permanentnych zaniechań w zakresie reformowania finansów publicznych, dług publiczny całej strefy euro stanowi obecnie ponad 85% PKB. Ze względu na fakt, iż Pakt Stabilności i Wzrostu jako instrument o charakterze formalnym nie ograniczył skali kryzysu zadłużeniowego, większą rolę w zakresie dyscyplinowania krajowych polityk fiskalnych zaczęły odgrywać instrumenty rynkowe. W artykule przedstawiono rynkowe wskaźniki oceny stanu finansów publicznych oraz ich kształtowanie się w wybranych krajach strefy euro przed wybuchem i po wybuchu kryzysu finansowego.

Słowa kluczowe: dług publiczny, obligacje skarbowe, swapy kredytowe na dług państwowy, rating kredytowy.

1. Wstęp

Zapoczątkowany w 2007 r. kryzys finansowy w obecnej chwili przyjął postać kryzysu zadłużeniowego. Okazało się, że brak dyscypliny w prowadzeniu krajowych polityk fiskalnych w zetknięciu z kryzysem gospodarczym, a także brakiem zaufania rynków finansowych do zarządzających długiem publicznym zaowocował znaczącym wzrostem długu publicznego wielu państw, a także pogorszeniem się warunków finansowania ich potrzeb pożyczkowych. Jeszcze w pierwszych latach po utworzeniu unii gospodarczej i walutowej wydawało się, iż sytuacja finansów publicznych krajów tworzących Unię jest zbliżona, a polityka fiskalna państw z nadmiernym deficytem i długiem publicznym zmierza w kierunku sukcesywnego dostosowywania parametrów fiskalnych do wymagań traktatowych. Niestety, wybuch kryzysu obnażył problemy państw, które korzystały z wysokiej wiarygodności kredytowej najsilniejszych pod względem makroekonomicznym krajów strefy euro. Parametry rynkowe, które wcześniej nie wskazywały na znaczące rozbieżności w stanie finansów publicznych, zaczęły bardzo wyraźnie sygnalizować przepaść dzielącą kraje peryferyjne strefy euro od najsilniejszych Niemiec. W artykule przed-

stawiono rynkowe wskaźniki oceny stanu finansów publicznych oraz ich kształtowanie się w wybranych krajach strefy euro przed wybuchem i po wybuchu kryzysu finansowego.

2. Stan finansów publicznych wybranych krajów strefy euro

Prowadzenie odpowiedzialnej polityki fiskalnej na poziomie krajowym jest warunkiem koniecznym powodzenia koncepcji obszaru jednawalutowego. W obliczu braku samodzielności w kształtowaniu polityki pieniężnej to właśnie decyzje o charakterze fiskalnym stają się dla państw głównym narzędziem absorpcji szoków asymetrycznych. Formalnym przejawem gotowości fiskalnej do uczestniczenia kraju w unii walutowej jest spełnienie kryteriów konwergencji w zakresie deficytu budżetowego oraz długu publicznego. Zgodnie z zapisami protokołu nr 13 w sprawie kryteriów konwergencji oraz protokołu nr 12 w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu dług publiczny kraju uczestniczącego w UGW nie powinien być wyższy niż 60% PKB, natomiast poziom deficytu budżetowego nie powinien przekroczyć 3% PKB.

Jakkolwiek w momencie tworzenia unii gospodarczej i walutowej, a później akcesji kolejnych krajów w większości przypadków kryteria fiskalne były spełnione, to należy podkreślić, że sytuacja fiskalna niektórych państw (Belgia, Grecja, Włochy, Austria) w całym okresie ich uczestnictwa w strefie euro znacząco odbiegała od przyjętych kryteriów.

Obecna sytuacja w zakresie finansów publicznych w większości krajów strefy euro jest bardzo trudna. Pogarszające się perspektywy rozwoju gospodarek sprzyjają wzrostom i tak już nadmiernych deficytów budżetowych, które kumulują się w latach i prowadzą do narastania długu publicznego. Dla całej strefy euro poziom długu publicznego wyniósł w 2010 r. ponad 85% PKB i zgodnie z prognozami Międzynarodowego Funduszu Walutowego w kolejnych latach wskaźnik ten będzie się jeszcze zwiększał. Analizując poziom długu publicznego w odniesieniu do prezentowanych w artykule państw strefy euro (tab. 1), można zauważyć, że w 2000 r. tylko w dwóch krajach zadłużenie przekraczało dopuszczalny pułap 60% PKB, natomiast w roku 2010 już cała grupa nie mieściła się w przyjętych normach traktatowych¹.

Masowo występujący wysoki poziom zadłużenia publicznego należy rozpatrywać obecnie w kategoriach kryzysu. Jakkolwiek problem nadmiernego zadłużenia państw nie jest nowy, czego dowodem są znane z historii przypadki bankructwa niektórych krajów, to z pewnością można zauważyć jego znaczące nasilenie się w ostatnim dziesięcioleciu. Nadmierny dług publiczny stanowi zagrożenie dla dłu-

¹ Obecnie (stan na X 2011 r.) na 27 krajów Unii Europejskiej 23 są objęte procedurą nadmiernego deficytu. W ramach strefy euro procedurą nie są objęte jedynie 3 kraje: Finlandia, Luksemburg i Estonia. Zob. dane Komisji Europejskiej [Internet 3].

goterminowego wzrostu gospodarczego². Istnieje zatem realne zagrożenie, że obecny poziom zadłużenia państw wprowadzi gospodarkę światową w długotrwałą recesję.

Tabela 1. Dług publiczny jako % PKB w wybranych krajach strefy euro w latach 2000-2010

Kraj	2000	2004	2010	2011*	Pierwszy rok spadku długu
Francja	57,3	64,9	81,7	86,81	2015
Niemcy	59,7	65,8	83,2	82,64	2012
Grecja	103,4	98,6	142,8	165,56	2013
Irlandia	37,8	29,6	96,2	109,27	2014
Włochy	109,2	103,9	119,0	121,07	2013
Portugalia	48,5	57,6	93,0	106,03	2014
Hiszpania	59,3	46,2	60,1	67,42	bd

*prognoza według Międzynarodowego Funduszu Walutowego

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat [Internet 1] oraz Międzynarodowego Funduszu Walutowego [Internet 2].

Za zdecydowane pogorszenie się stanu finansów publicznych krajów strefy euro odpowiedzialne są bez wątpienia rządy państw, które przez nieodpowiedzialną politykę fiskalną doprowadziły do gigantycznego długu. Nie można jednak pominąć wpływu współczesnego kryzysu gospodarczego na sytuację tych krajów. Podejmowane działania antykryzysowe znacząco powiększyły ich deficyty, destrukcyjnie na poziom deficytu budżetowego zadziałały również automatyczne stabilizatory koniunktury. Jednocześnie okazało się, że nadmiernie zadłużone kraje strefy euro nie mogą już korzystać z efektu „jazdy na gapi”, ponieważ makroekonomiczna pozycja najbardziej stabilnych krajów strefy euro nie ma już przełożenia na wiarygodność ich gospodarek. Wyższe koszty finansowania deficytu i długu publicznego jeszcze pogłębiły problemy fiskalne tych krajów.

Powołany do życia Pakt Stabilności i Wzrostu mający wspierać dyscyplinę budżetową krajów Unii Europejskiej nie spełnił swojej funkcji. W obliczu braku możliwości formalnego rozwiązania problemu rynek finansowy zaczął pełnić funkcję dyscyplinującą działania podejmowane przez państwa w zakresie finansów publicznych.

² W teorii ekonomii mówi się o trzech głównych kanałach, przez które dług publiczny może negatywnie oddziaływać na długoterminowy wzrost: efekt wypychania prywatnych inwestycji, wzrost podatków, które są potrzebne do obsługi długu, oraz wzrost premii za ryzyko, która zwiększa ciężar długu. W niektórych przypadkach premia za ryzyko związana z długiem państwowym przenosi się naługi przedsiębiorstw i gospodarstw domowych [*Public Finances in EMU...* 2010, s. 2].

3. Rentowność obligacji długoterminowych emitowanych przez wybrane kraje strefy euro

Jednym z podstawowych rynkowych parametrów określających sytuację fiskalną kraju jest dochodowość obligacji skarbowych. Obligacja skarbową jest dłużnym papierem wartościowym. Skarb Państwa – emitent obligacji – pożycza od nabywcy obligacji sumę pieniędzy i zobowiązuje się je zwrócić (wykupić obligację) w określonym czasie wraz z należnymi odsetkami [Ciak 2006, s. 143]. Jest ona papierem wartościowym oferowanym do sprzedaży zarówno w kraju, jak i za granicą. Jakkolwiek skarbowe papiery dłużne uważa się za jedne z najbezpieczniejszych instrumentów finansowych, zarówno epizody, jakie miały miejsce w historii gospodarki światowej, jak i obecny kryzys finansowy dowodzą, że istnieje realna możliwość niewywiązania się przez emitenta z zaciągniętych w ramach obligacji zobowiązań.

Rentowność obligacji skarbowych emitowanych przez poszczególne kraje kształtuje się na odmiennym poziomie. W literaturze mówi się o kilku determinantach kształtowania wysokości premii za ryzyko płaconej przez kraje w stosunku do benchmarku obligacji skarbowych. Przede wszystkim spready obligacji skarbowych zależą od wiarygodności kredytowej emitenta, która stanowi odzwierciedlenie fiskalnej i makroekonomicznej pozycji kraju (tzw. ryzyko kredytowe). Ważną rolę odgrywa ponadto ryzyko płynności, wynikające z wielkości i głębokości rynku obligacji skarbowych. Spready obligacji rządowych odzwierciedlają też awersję do ryzyka na światowych rynkach, tj. nastroje inwestorów wobec tej klasy aktywów dla każdego kraju. Wpływ na wysokość spreadów mogą mieć również pojawiające się informacje makroekonomiczne czy wydarzenia polityczne [Attinasi, Checherita, Nickel 2010].

W tabeli 2 zestawiono poziomy rentowności 10-letnich obligacji skarbowych dla wybranych krajów strefy euro.

Tabela 2. Rentowność obligacji 10-letnich w latach 1994-2011 w wybranych krajach strefy euro (w %)

Kraj	Sierpień 1994	Sierpień 1998	Sierpień 2004	Sierpień 2011
Niemcy	7,09	4,42	4,08	2,21
Francja	7,61	4,52	4,11	2,98
Grecja	21,50	7,56	4,28	15,90
Irlandia	8,43	4,68	4,09	9,57
Włochy	11,46	4,79	4,28	5,27
Portugalia	11,42	4,76	4,18	10,93
Hiszpania	10,68	4,74	4,15	5,25

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Europejskiego Banku Centralnego [Internet 4].

Z zaprezentowanego zestawienia wynika, że na początku lat 90. rentowności obligacji skarbowych poszczególnych krajów europejskich znacząco się różniły,

co było odwzorowaniem odmiennej pozycji makroekonomicznej i fiskalnej gospodarek tych państw oraz zróżnicowanej płynności rynku papierów skarbowych. W efekcie planowanego utworzenia unii walutowej obserwowana była znaczna konwergencja długoterminowych stóp procentowych. W sierpniu 1998 r. z siedmiu zestawionych w tab. 2 krajów europejskich tylko Grecja zanotowała wysoki poziom spreadu obligacji skarbowych. W 2004 r., mimo znaczących różnic w kształtowaniu się długu publicznego w analizowanych krajach, spready obligacji skarbowych były minimalne. Wskazuje to jednoznacznie na fakt, iż w okresie dobrej koniunktury światowej i wysokiego zaufania rynków do strefy euro ryzyko związane z papierami skarbowymi poszczególnych krajów było wyceniane na podstawie oceny wiarygodności makroekonomicznej najmocniejszej gospodarki UGiW.

Radykalna zmiana w tym zakresie nastąpiła w wyniku wybuchu kryzysu finansowego, kiedy to rentowności obligacji skarbowych poszczególnych krajów strefy euro zaczęły poważnie odbiegać od poziomu benchmarku. Obserwacje te znajdują potwierdzenie w wynikach badań empirycznych prezentowanych w literaturze przedmiotu, które wskazują, że w okresie podwyższonej niepewności zróżnicowanie dochodowości obligacji skarbowych emitowanych przez kraje strefy euro zaczęło wyraźnie odzwierciedlać obawy o ryzyko kredytowe emitenta oraz ryzyko płynności, jak również wzrost awersji do ryzyka na światowych rynkach. Dodatkowo w obliczu kryzysu znacznie większy wpływ na kształtowanie oczekiwań inwestorów zaczął mieć deficyt budżetowy, zob. [Attinasi, Checherita, Nickel 2010].

4. Istota i kształtowanie się cen swapów kredytowych na dług wybranych krajów strefy euro

Swap odmowy zapłaty (*credit default swap* – CDS) to instrument, który zapoczątkował rozwój rynku kredytowych instrumentów pochodnych. Jest to dwustronny kontrakt, w ramach którego jedna ze stron transakcji, w zamian za uzgodnione wynagrodzenie, zgadza się na spłatę długu należnego drugiej stronie transakcji od innego podmiotu w przypadku wystąpienia uzgodnionego w umowie zdarzenia kredytowego, np. niespłacenia długu przez dłużnika. W ten sposób ryzyko, że dług nie zostanie spłacony, zostaje przeniesione na inny podmiot [Mikita, Pełka 2009, s. 140]. Z rynku CDS korzystają rozmaite kategorie inwestorów – od tradycyjnych funduszy, inwestujących wyłącznie w długookresowe aktywa o stałym dochodzie, które zabezpieczają się przed stratą na rządowych papierach, po fundusze arbitrażowe, szukające szybkich zysków [*Swapy kredytowe na dług państwowy*; Internet 11].

Podstawowym celem istnienia *credit default swap* jest ubezpieczenie długu. W ostatnich latach w związku z narastającymi problemami zadłużeniowymi państw oraz pogłębiającą się niestabilnością rynków finansowych popularność tych instrumentów istotnie się zwiększyła. Obok znaczącego wzrostu wartości rynku *credit de-*

fault swap na dług państwowy charakterystyczne dla tego rynku w ostatnich latach stało się również ogromne zróżnicowanie cen CDS-ów.

Kształtowanie się cen CDS-ów w wybranych krajach strefy euro ukazuje tab. 3.

Tabela 3. Ceny CDS-ów dla wybranych krajów strefy euro

Kraj	Październik 2006	Październik 2011	Najwyższy poziom
Niemcy	7,00	117,80	117,80
Francja	1,69	190,065	190,065
Grecja	9,38	5272,965	6751,79 (wrzesień 2011)
Irlandia	19,40	696,275	1195,565 (sierpień 2011)
Włochy	10,13	471,25	534,37 (wrzesień 2011)
Portugalia	5,81	1109,61	1215,675 (wrzesień 2011)
Hiszpania	2,56	380,18	432,58 (wrzesień 2011)

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji serwisu Bloomberg [Internet 5].

Analizując dane zawarte w tab. 3, można zauważyć, że różnice w cenach CDS-ów krajów strefy euro jeszcze kilka lat temu wahały się w granicach kilku-kilkunastu punktów bazowych, obecnie zaś spready sięgają poziomu kilku tysięcy punktów bazowych. W odniesieniu do długu krajów strefy euro najwyższą cenę trzeba obecnie zapłacić za dług Grecji (5272 pb). Oznacza to, że ubezpieczenie 10 mln USD długu greckiego kosztuje 5,27 mln USD.

Rekordowe poziomy spreadów CDS-ów na dłużki takich państw, jak Grecja, Portugalia czy Irlandia, stanowią niewątpliwie odwzorowanie krańcowo trudnej sytuacji tych krajów w zakresie finansów publicznych. Należy jednak zwrócić uwagę, że u źródła wzrostu ceny CDS-ów nie zawsze musi znajdować się rosnące ryzyko niespłacenia długu przez kraj, instrument ten może bowiem być skutecznie wykorzystywany do celów spekulacyjnych. Za przykład może posłużyć tu kształtowanie się ceny CDS-ów na dług Arabii Saudyjskiej w I kwartale 2011 r. W obliczu wydarzeń o charakterze politycznym, mających na celu doprowadzenie do zmiany przywództwa w kraju, ceny CDS-ów na dług tego kraju wzrosły ponaddwukrotnie w stosunku do poziomów z początku roku. W tym czasie na rynku nie było żadnego długu wyemitowanego przez Arabię Saudyjską. A zatem, mimo że CDS-y nie ubezpieczały żadnego rzeczywistego długu, ich cena rosła, zob. więcej: [Internet 12].

Należy również pamiętać, że na ceny CDS-ów wpływa bardzo wiele różnych czynników nie tylko o charakterze fiskalnym. Poziom długu publicznego stanowi niewątpliwie istotny czynnik determinujący kształtowanie się cen CDS-ów, ale duże znaczenie ma również charakter tego długu (krajowy lub zagraniczny). Przykładowo włoski dług publiczny w odniesieniu do PKB jest znacznie wyższy niż portugal-

ski czy irlandzki, jednak w jego strukturze przeważa dług krajowy. Stąd też włoskie CDS-y są tańsze niż CDS-y na dług Irlandii czy Portugalii. Należy również mieć na uwadze, że rynki różnie wyceniają CDS-y w zależności od tego, czy ubezpieczają one długi gospodarek wschodzących czy wysoko rozwiniętych. Warto zatem, wykorzystując CDS-y do oceny sytuacji fiskalnej kraju poza analizą kształtowania się ich cen, odnieść się również do tych czynników.

5. Rating kredytowy jako narzędzie oceny stanu finansów publicznych kraju

Rating kredytowy kraju to ocena ryzyka kredytowego państwa wyrażona za pomocą określonych symboli przez niezależną wyspecjalizowaną instytucję – agencję ratingową. Mimo iż na świecie funkcjonuje wiele agencji ratingowych, rynki finansowe liczą się z opiniami trzech największych: Standard&Poors, Moody's oraz Fitch. Agencje te kontrolują ponad 97% rynku³.

W procesie kształtowania zachowań inwestorów agencje ratingowe odgrywają bardzo istotną rolę, a źródeł tej znaczącej pozycji można upatrywać w działaniach instytucji państwowych. W latach 70. amerykańska Securities and Exchange Commission (Komisja Papierów Wartościowych – SEC) nadała trzem agencjom specjalny status Nationally Recognized Statistical Rating Organization – NRSRO – Narodowo Uznanej Statystycznej Organizacji Ratingowej, a następnie ułatwiła emisję obligacji instytucjom, które miały rating wystawiony przez te agencje. Z czasem rating stał się formalnym wymogiem prawnym i obecnie odniesienia do ratingów znaleźć można w wielu przepisach określających wymogi kapitałowe banków komercyjnych czy jakość zabezpieczeń w bankach centralnych na całym świecie [Internet 10].

W dobie zaostrającego się kryzysu zadłużeniowego dotyczącego wiele krajów Europy i świata pojawiają się jednak oskarżenia wobec agencji ratingowych o eskalowanie kryzysu w strefie euro przez obniżki ratingów państw. W działaniach podejmowanych przez agencje upatruje się również przyczyn kryzysu światowego. Specjalna Komisja Senatu Stanów Zjednoczonych badająca przyczyny finansowego i ekonomicznego kryzysu w USA w 2008 r. w swoim raporcie opublikowanym w roku 2011 orzekła, że trzy agencje ratingowe były kluczowymi sprawcami kryzysu finansowego w 2008 r. Instrumenty finansowe, które znalazły się w portfelach inwestycyjnych AIG oraz Lehman Brothers, oparte były w ogromnej mierze na kredytach hipotecznych typu *subprime*. Według ustaleń Komisji agencje ratingowe zdawały sobie sprawę z towarzyszącego tym instrumentom ryzyka, mimo to nadawały im najwyższe ratingi. Zgodnie z opinią Senackiej Komisji kryzys mógłby się nie

³ Udział w rynku trzech największych agencji ratingowych jest następujący: S&P – 42,27%, Moody's – 36,89%, Fitch – 17,93%. Jeszcze wyższy udział trzech największych agencji odnotowuje się na rynku rządowych papierów wartościowych: S&P – 44,19%, Moody's – 38,49%, Fitch – 16,65%, zob. [2011 Summary Report of Commission... 2011, s. 7].

wydarzyć, gdyby nie działalność agencji ratingowych, zob. więcej: [*The Financial Crisis Inquiry Report...* 2011]. Kontrowersji wokół roli agencji ratingowych w dobie kryzysu dostarczają również niektóre ustalenia amerykańskiej Securities and Exchange Commission, która w rocznym raporcie na temat działalności agencji ratingowych poinformowała, że procedury dużych agencji ratingowych „umożliwiały” ujawnianie niektórym osobom informacji o podejmowaniu decyzji na temat ratingu przed publicznym podaniem ich do wiadomości [Internet 9].

Niezależnie od zarzutów kierowanych w stronę agencji ratingowych rola przyznawanych przez nie ratingów krajowych jako narzędzia oceny stanu finansów publicznych jest znacząca.

W tabeli 4 zawarto ratingi kredytowe wybranych krajów strefy euro wyznaczone przed utworzeniem strefy euro, w pierwszym pięcioleciu jej funkcjonowania oraz w okresie eskalacji kryzysu zadłużeniowego.

Tabela 4. Rating wybranych krajów strefy euro według trzech największych agencji ratingowych

Kraj	Standard&Poors			Moody's			Fitch		
	1998	2004	2011	1998	2004	2011	1998	2004	2011
Francja	AAA	AAA	AAA	Aaa	Aaa	Aaa	AAA	AAA	AAA
Niemcy	AAA	AAA	AAA	Aaa	Aaa	Aaa	AAA	AAA	AAA
Grecja	A-	A	CC	Baa1	A1	Ca	BBB	A+	CCC
Irlandia	AA+	AAA	BBB+	Aaa	Aaa	Ba1	AAA	AAA	BBB+
Włochy	AA	AA-	A	Aa3	A2	Aa2/A2	AA-	AA	A+
Portugalia	AA	AA	BBB-	Aa2	Aa2	Ba2	AA	AA	BBB-
Hiszpania	AA	AAA	AA	Aa2	Aaa	Aa2	AA	AA+	AA-

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych agencji ratingowych: Standard&Poors [Internet 6], Fitch Rating [Internet 7], Moody's [Internet 8].

Analiza przedstawionych w tabeli 4 ocen ratingowych wybranych krajów strefy euro pozwala stwierdzić, iż fakt członkostwa w unii walutowej umożliwił niektórym państwom z tzw. grupy PIIGS osiągnięcie lepszych ocen ich wiarygodności kredytowej w porównaniu z ocenami otrzymanymi w przeszłości przed wstąpieniem do UGiW. Taka sytuacja miała miejsce w odniesieniu do Grecji, Irlandii i Hiszpanii. Uzyskanie wyższej oceny ratingowej w znacznej mierze było wyrazem zaufania rynków finansowych do najsilniejszych gospodarczo krajów strefy euro. Przykładowo w 2004 r. wiarygodność kredytowa Grecji była oceniana przez agencje bardzo wysoko, podczas gdy dług publiczny tego kraju kształtował się na poziomie 99% PKB. W następstwie pogłębiających się problemów zadłużeniowych krajów strefy euro agencje ratingowe zaczęły obniżać ratingi poszczególnych państw. Obecnie rating Grecji znajduje się na tzw. poziomie śmieciowym. Sytuacja innych krajów w zakresie ocen ratingowych również uległa znacznemu pogorszeniu. Agencje zapowiadają ponadto, że w obliczu braku poprawy stanu finansów publicznych Francji po raz pierwszy w historii tego kraju obniżą jego rating.

6. Zakończenie

Rentowność obligacji długoterminowych, kształtowanie się cen swapów kredytowych na dług państwowy oraz oceny agencji ratingowych to tylko niektóre wskaźniki, które pozwalają ocenić sytuację fiskalną państw. Należy zauważyć, że wskaźników tych jako narzędzi oceny stanu finansów publicznych nie można stosować bez odniesienia się do innych parametrów. Doświadczenie pokazuje, że w wielu przypadkach rynek mylił się, chociażby za sprawą działań o charakterze spekulacyjnym. Znane są też przypadki błędnych ocen agencji ratingowych. Agencje nie przewidziały upadku banku BCCI, Baring's Bank, Lehman Brothers [Dziawgo 2010, s. 228]. Niemniej jednak trzeba stwierdzić, że w warunkach obecnego kryzysu to właśnie rynek zaczął obnażać rzeczywisty stan finansów publicznych krajów strefy euro oraz pełnić funkcję dyscyplinującą ich sytuację fiskalną.

Literatura:

- 2011 *Summary Report of Commission Staff's Examinations of Each Nationally Recognized Statistical Rating Organization*, U.S. Securities and Exchange Commission, 2011.
- Attinasi M.G., Checherita C., Nickel C., *What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?*, "Public Finance and Management", Fall 2010.
- Ciak J., *Emisja obligacji skarbowych jako jedno ze źródeł finansowania deficytu budżetowego w Polsce*, [w:] *Finanse publiczne*, red. A. Pomorska, Wyd. Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2006.
- Dziawgo D., *Credit rating na międzynarodowych rynkach finansowych*, PWE, Warszawa 2010.
- Mikita M., Pełka W., *Rynek inwestycji alternatywnych*, Poltext, Warszawa 2009.
- Public Finances in EMU – 2010*, European Economy, 4/2010, European Commission, Directorate – General for Economic and Financial Affairs.
- The Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, US Government Printing Office, 2011.

Źródła internetowe

- [1] epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/.
- [2] www.imf.org/external/data.htm.
- [3] http://ec.europa.eu/economy_finance/sgp/deficit/countries/index_en.htm.
- [4] www.ebc.int/ebc/html/index.en.html.
- [5] www.bloomberg.com.
- [6] <http://www.standardandpoors.com/>.
- [7] www.fitchratings.com.
- [8] www.moodys.com.
- [9] *Raport SEC o działaniach agencji ratingowych*, <http://gielda.onet.pl/raport-sec-o-dzialaniach-agencji-ratingowych,18726,4867472,1,news-detel>, dostęp 3.10.2011 r.
- [10] *Agencje ratingowe pod ostrzałem*, http://wyborcza.pl/prezydencja2011/1,111800,10049904,Agencje_ratingowe_pod_ostrzałem.html.

- [11] *Swapy kredytowe na dług państwowy dobre w kryzysie*, http://forsal.pl/artykuly/339917_swapy_kredytowe_na_dlug_panstwowy_dobre_w_kryzysie.html.
- [12] *Strach mierzy się CDS*, <http://www.parkiet.com/artykul/7,1029394.html>.

MARKET INDICATORS ASSESSING THE STATE OF PUBLIC FINANCES: THE CASE OF SELECTED EURO ZONE COUNTRIES

Summary: Excessive public debt is now the biggest problem the most euro zone countries have to contend with. As a result of the lack of fiscal discipline and permanent omissions in reforming public finances, public debt across the euro zone is already over 85% of GDP. Due to the fact that the Stability and Growth Pact as an instrument of a formal nature has not limited the scale of debt crisis, market instruments began to play a greater role in disciplining national fiscal policies. The article presents market indicators assessing the state of public finances as well as their formation in selected euro zone countries before and after the outbreak of the financial crisis.

Keywords: public debt, credit default swap, credit rating.