

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

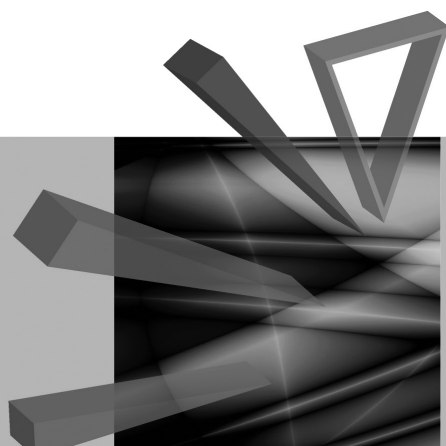
RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

315

Integracja i kryzysy na lokalnych i globalnych rynkach we współczesnym świecie

Tom 1



Redaktorzy naukowi

Jan Rymarczyk

Małgorzata Domiter

Wawrzyniec Michalczyk



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2013

Redakcja wydawnicza: Anna Grzybowska, Aleksandra Śliwka

Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz

Korekta: K. Halina Kocur

Łamanie: Beata Mazur

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 2013

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-400-4 (tom 1)

ISBN 978-83-7695-327-4 (całość)

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	11
Franciszek Adamczuk , Współpraca gospodarcza na pograniczu polsko-czeskim – aspekty przestrzenne i instytucjonalne.....	13
Marzena Adamczyk , Rola Rady Stabilności Finansowej w zapobieganiu kryzysom finansowym.....	24
Eric Ambukita , Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w województwie wielkopolskim	33
Anna Barwińska-Małajowicz , Absolwenci szkół wyższych w kontekście (nie)dostosowania oferty edukacyjnej do potrzeb pracodawców. Analiza porównawcza na przykładzie wybranych regionów w Polsce i Niemczech	43
Zbigniew Bentyn , Kryzys polityczny i jego logistyczne konsekwencje dla międzynarodowej sieci dostaw	54
Zbigniew Binek , Minimalizacja kosztów wprowadzenia euro w Polsce – doświadczenia krajów wchodzących do Unii Europejskiej w 2004 roku oraz rozwiązania własne	64
Joanna Bogolębska , Doświadczenia gospodarki światowej ze stanami globalnych nierównowag płatniczych w kontekście ich kryzysogenności.....	74
Jarosław Brach , Pozycja polskich międzynarodowych drogowych przewoźników ładunków na europejskim rynku drogowego międzynarodowego transportu towarowego – przyczyny sukcesu	85
Magdalena Broszkiewicz , Kreowanie wartości dla akcjonariuszy jako instrument rozwoju i kształtowania atrakcyjności inwestycyjnej współczesnych rynków kapitałowych.....	105
Dominika Brzęczek-Nester , Pozycja konkurencyjna polskiego przetwórstwa przemysłowego w kontekście wyników handlu zagranicznego w latach 2006-2011	115
Katarzyna Brzozowska , Wpływ kryzysu finansowego na otoczenie regulacyjne biznesu we Włoszech	125
Katarzyna Bujan , <i>Cash pooling</i> jako instrument zarządzania płynnością finansową w transnarodowych korporacjach	135
Ignacy H. Chrzanowski , NAFTA jako alternatywna forma integracji gospodarczej. Z perspektywy krajów postkomunistycznych	144
Anna Chrzęściewska , Determinanty rozwoju bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Indiach.....	157
Anna Czech , Kryzysy energetyczne we współczesnym świecie	167
Wioletta Czemiel-Grzybowska , Źródła finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w Europie w warunkach kryzysu	175

Katarzyna Czerewacz-Filipowicz , Polityka antykryzysowa Federacji Rosyjskiej na obszarze Euroazjatyckiej Wspólnoty Gospodarczej	184
Małgorzata Czermińska , Swobody rynku wewnętrznego oraz wspólna polityka konkurencji Unii Europejskiej a konkurencyjność przedsiębiorstw...	195
Małgorzata Domiter , Znaczenie globalnych reguł prowadzenia wymiany handlowej ze szczególnym uwzględnieniem KNU dla krajów rozwijających się	208
Jerzy Dudziński , Uwagi o działalności inwestorów finansowych na rynkach towarowych.....	223
Bartosz Fortuński , Czy energetyka światowa integruje się z założeniami polityki energetycznej Unii Europejskiej?.....	234
Elżbieta Golemska , Nowe metody zarządzania logistyką międzynarodową w procesie umiędzynarodawiania polskich przedsiębiorstw	244
Eugeniusz Gostomski , Proces tworzenia unii bankowej w krajach Eurolandu	256
Małgorzata Grącik-Zajackowski , <i>Fair trade</i> : szansa czy zagrożenie dla rozwoju krajów Południa?	267
Tomasz Gutowski , Bezpośrednie inwestycje zagraniczne jako główny sposób inwestowania korporacji transnarodowych w Polsce	277
Marcin Haberla, Sebastian Bobowski , Od uniwersytetu średniowiecznego do uniwersytetu trzeciej generacji	287
Rafał Hryniewiecki , Dyplomacja energetyczna – pomiędzy teorią a praktyką	298
Małgorzata Janicka , Liberalizacja przepływów kapitałowych wobec ewolucji międzynarodowego systemu walutowego	308
Anna H. Jankowiak , Japoński model komunikacji biznesowej a otwarcie japońskiej gospodarki na globalizację	319
Dorota Jankowska, Agnieszka Majka , Zmiany na lokalnych rynkach pracy województwa podkarpackiego w aspekcie przeobrażeń trójsektorowej struktury zatrudnienia	327
Dorota Jarema , Odpowiedź ASEM na światowy kryzys finansowy	337
Bohdan Jeliński , Fundamentalne konsekwencje kryzysu gospodarki globalnej	346
Ewa Klima, Magdalena Rosińska-Bukowska , Kryzys finansowy 2008 – analiza percepcji kryzysu przez społeczeństwo europejskie	357
Barbara Klimas , Kryzys państwa opiekuńczego i trudności w ograniczaniu społecznych funkcji państwa	368
Artur Klimek , Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych z krajów wschodzących do Polski	378
Karolina Klupś , Przepływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych na Ukrainie oraz ukraińskich inwestycji zagranicznych w latach 2004-2013	388
Agnieszka Kłysik-Uryszek , Wpływ kryzysu na aktywność międzynarodową przedsiębiorstw polskich	400
Agnieszka Konopelko , Polityka Unii Europejskiej wobec krajów regionu Kaukazu Południowego w kontekście globalnego kryzysu finansowego ..	410

Radosław Koszewski , Wykorzystanie zbiorów rozmytych w selekcji kandydatów do aliansu	421
Patrycja Krawczyk , Wpływ kryzysu rynków finansowych i bankowych w XXI wieku na ocenę ratingową wybranych państw	429
Anetta Kuna-Marszałek , Budowa powiązań nauki z biznesem – przegląd badań.....	439
Jarosław Kuśpit , Efekty ekonomiczne Europejskiej Polityki Sąsiedztwa Unii Europejskiej wobec państw Europy Wschodniej w okresie kryzysu gospodarczego	450
Aleksandra Kuźmińska-Haberla , Kraj pochodzenia produktu we współczesnej gospodarce.....	459
Małgorzata Stefania Lewandowska, Tomasz Gołębiowski , Innowacyjność a konkurencyjność międzynarodowa polskich przedsiębiorstw przemysłowych. Wyniki badań.....	469
Marek Maciejewski , Wiarygodność kredytowa państw w obliczu kryzysu finansów publicznych	480
Agnieszka Majka , Zróżnicowanie atrakcyjności inwestycyjnej powiatów województwa podkarpackiego.....	493
Dominika Malchar-Michalska , Międzynarodowy handel zbożem w krajach o niskim dochodzie i deficycie żywnościowym w obliczu światowego wzrostu cen żywności w latach 2006-2011	502
Arkadiusz Malkowski , Rola zarządzania strategicznego w budowaniu konkurencyjnego regionu transgranicznego na przykładzie Programu Operacyjnego Współpracy Transgranicznej Republika Czeska – Rzeczpospolita Polska 2007-2013	513
Arkadiusz Malkowski, Agnieszka Malkowska , Creating a competitive region on the example of Pomerania Euroregion	523
Witold Małachowski , Polityka antykryzysowa Niemiec a integracja europejska	533
Jakub Marszałek , Emisja obligacji zamiennych w warunkach światowego kryzysu finansowego	545
Grzegorz Mazur , Nowy kształt powszechnego systemu preferencji celnych Unii Europejskiej	555
Lidia Mesjasz , Doświadczenia historyczne w zakresie niewypłacalności państw – wnioski dla współczesnej polityki gospodarczej.....	566
Joanna Michalczyk , Główne przesłanki bezpieczeństwa żywnościowego Polski i próba jego pomiaru.....	577
Wawrzyniec Michalczyk , Znaczenie wymiany wewnątrzgałęziowej w polskim handlu zagranicznym towarami rolno-spożywczymi	592
Bartosz Michalski , Zaawansowanie technologiczne polskiego eksportu w pierwszej dekadzie XXI wieku	607

Tomasz Michałowski , Kryzys zadłużeniowy w strefie euro a trwałość relacji kursowej euro/frank CFA.....	619
Ewa Mińska-Struzik , Bariery rozwoju eksportu w polskich przedsiębiorstwach wysokiej techniki – wyniki badań własnych	630

Summaries

Franciszek Adameczuk , Economic cooperation in Polish-Czech border – spatial and institutional aspects.....	23
Marzena Adamczyk , The role of Financial Stability Board in preventing financial crises	32
Eric Ambukita , Foreign direct investment in Wielkopolska Voivodeship	42
Anna Barwińska-Małajowicz , High schools graduates in the context of (not) adjusting of educational offer to the employer expectations. Comparative analysis on the example of chosen regions in Poland and Germany	53
Zbigniew Bentyn , The political crisis and its logistic implications for international supply network	63
Zbigniew Binek , Minimizing the costs of introduction of euro in Poland – experience of countries entering the European Union in 2004 and own solutions.....	72
Joanna Bogolebska , The experience of global economy with global imbalances as a crisis-breeding element.....	84
Jarosław Brach , The position of Polish international road freight carriers on the European market of international road freight hauling – reasons behind the success	104
Magdalena Broszkiewicz , Creating value for shareholders as an instrument of growth and development of the investment attractiveness of modern capital markets.....	114
Dominika Brzęczek-Nester , Competitive position of Polish manufacturing in the context of foreign trade performance in the period 2006-2011	124
Katarzyna Brzozowska , The impact of financial crisis on the regulation environment in Italy	134
Katarzyna Bujan , <i>Cash pooling</i> as a tool for liquidity management in transnational corporations	143
Ignacy H. Chrzanowski , NAFTA as an alternative form of economic integration. From the perspective of the post-communist countries.....	156
Anna Chrzęściewska , Determinants of foreign direct investment development in India.....	166
Anna Czech , Energy crises in contemporary world.....	174
Wioletta Czemiel-Grzybowska , Sources of financing small and medium enterprises in Europe during the crisis	183
Katarzyna Czerewacz-Filipowicz , Anti-crisis policy of the Russian Federation in the area of the Eurasian Economic Community	194

Małgorzata Czermińska , Freedom of the internal market and the common EU competition policy and competitiveness of companies.....	207
Małgorzata Domiter , The importance of global trading rules with special regard to the Most Favoured Nation clause for developing countries.....	222
Jerzy Dudziński , Remarks on financial investors' engagement on commodity markets.....	233
Bartosz Fortuński , Is the global energy integrates with EU energy policy objectives?	243
Elżbieta Golemska , New methods of logistics management in the internationalization of Polish firms.....	255
Eugeniusz Gostomski , The process of creating the banking union in the eurozone	266
Małgorzata Grącik-Zajaczkowski , Fair trade: an opportunity or a threat for the development of the South?	276
Tomasz Gutowski , Foreign direct investments as the main way of transnational corporations' investments in Poland.....	286
Marcin Haberla, Sebastian Bobowski , From the medieval university to the university of the third generation.....	297
Rafał Hryniewiecki , Energy diplomacy – theoretical framework and practical applications	307
Małgorzata Janicka , The liberalization of capital flows in the presence of the evolution of the international monetary system.....	318
Anna H. Jankowiak , Japanese business communication model and the opening of the Japanese economy to the process of globalization	327
Dorota Jankowska, Agnieszka Majka , Changes on the local labor markets of the Podkarpackie Voivodeship in terms of the transformation of the three-sector structure of employment.....	336
Dorota Jarema , ASEM response to the global financial crisis	345
Bohdan Jeliński , Main consequences of global economy crisis	356
Ewa Klima, Magdalena Rosińska-Bukowska , The crisis of 2008 – analysis of European society's perception of the phenomenon.....	367
Barbara Klimas , Crisis of the welfare state and difficulties in limiting the social functions of the state.....	377
Artur Klimek , Inflows of foreign direct investment from emerging economies to Poland.....	387
Karolina Klupś , Foreign direct investment in Ukraine and the Ukrainian foreign investment flows in the years 2004-2013	399
Agnieszka Kłysik-Uryszek , Impact of economic crisis on Polish outward FDI	409
Agnieszka Konopelko , The European Union policy towards the countries of the South Caucasus region in the context of the global financial crisis.....	420
Radosław Koszewski , The use of fuzzy sets in the selection of candidates to an alliance	428

Patrycja Krawczyk , Impact of the crisis on financial and banking markets in the 21 st century on the rating of selected countries.....	438
Anetta Kuna-Marszałek , Building cooperation between science and business – literature review	449
Jarosław Kuśpit , Economic effects of the European Neighborhood Policy of the European Union towards the countries of Eastern Europe during the economic crisis	458
Aleksandra Kuźmińska-Haberla , Country of origin of a product in the modern economy	468
Małgorzata Stefania Lewandowska, Tomasz Gołębiowski , Innovativeness and international competitiveness of Polish industry. Research outcomes	479
Marek Maciejewski , The reliability of the states in the face of public finance crisis	492
Agnieszka Majka , Diversification of investment attractiveness of counties in the Podkarpackie Voivodeship.....	501
Dominika Malchar-Michalska , International cereal trade in Low-Income Food-Deficit Countries in the context of the world food price surge 2006-2011 ..	512
Arkadiusz Malkowski , Strategic management in building the competitive region on the example of Cross-border Co-operation Operational Programme of the Republic of Poland and the Czech Republic 2007-2013....	522
Arkadiusz Malkowski, Agnieszka Malkowska , Budowa konkurencyjnego regionu na przykładzie Euroregionu Pomerania.....	532
Witold Malachowski , Anti-crisis policy of Germany and European integration	544
Jakub Marszałek , Convertible bonds issuance in the time of world financial crisis	554
Grzegorz Mazur , A new shape of the Generalised System of Preferences of the European Union	565
Lidia Mesjasz , State insolvency – historical experience and lessons for current economic policy.....	576
Joanna Michalczyk , Main determinants of Poland’s food security and an attempt of its measuring	591
Wawrzyniec Michalczyk , The importance of intra-industry exchange in Polish foreign trade in agri-food products	606
Bartosz Michalski , Technological advancement of Polish exports in the first decade of the 21 st century	618
Tomasz Michalowski , Debt crisis in the eurozone and the sustainability of the euro/CFA franc rate.....	629
Ewa Mińska-Struzik , Barriers for exporting activities in Polish high-tech enterprises – own study results	640

Marek Maciejewski

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

WIARYGODNOŚĆ KREDYTOWA PAŃSTW W OBLICZU KRYZYSU FINANSÓW PUBLICZNYCH

Streszczenie: W artykule wskazano, że obecny kryzys finansowy i gospodarczy ma poważny wpływ na system finansów publicznych. Wzrost wydatków budżetowych jest przyczyną długu publicznego, który nierzadko przekracza 100% PKB. Prowadzi to do spadku zaufania rynku w zdolność do obsługi zadłużenia. Dług publiczny i wysoki deficyt budżetowy są przyczyną wzrostu niepewności i powodują wzrost kosztów obsługi zadłużenia. W artykule przedstawiono relację pomiędzy poziomem ocen wiarygodności kredytowej a rentownością rządowych obligacji.

Słowa kluczowe: kryzys finansowy, dług publiczny, rating kredytowy, rentowność obligacji.

1. Wstęp

Kryzys ostatnich lat stanowi określoną sekwencję zdarzeń, które dotyczą nie tylko kwestii związanych z jego źródłem i kanałami rozprzestrzeniania się na rynki zagraniczne. Charakterystyczne jest jego oddziaływanie na coraz to kolejne sfery gospodarki. Jego źródło tkwiło w nowoczesnych, pozbawionych odpowiedniej kontroli instrumentach rynku finansowego. Utrata wiarygodności instytucji tego sektora przełożyła się na gospodarkę realną, prowadząc do spadku produkcji, inwestycji, konsumpcji oraz wzrostu bezrobocia. W dalszej kolejności zaangażowanie rządów w działania antykryzysowe doprowadziło do kryzysu finansów publicznych, stawiając na granicy wypłacalności całe państwa.

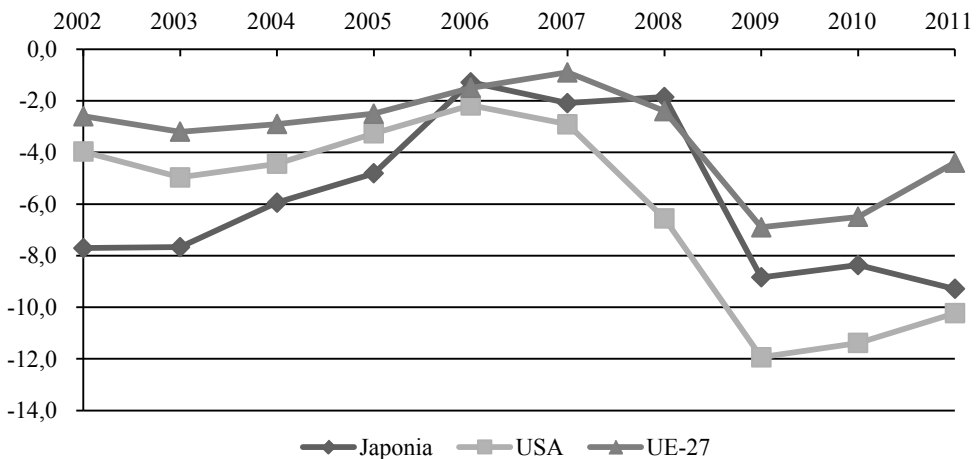
2. Deficyt budżetowy i dług publiczny państw świata

W początkowej fazie kryzys dotknął wyłącznie finansowej sfery gospodarki, nie zaś jej części realnej, opartej na produkcji i wymianie dóbr i usług. Nie był zatem jeszcze kryzysem gospodarczym, a gdyby sektor finansowy odpowiednio wcześniej odbudował zaufanie do swoich instytucji, mógł się nim nie stać. Gospodarka realna nie może na dłuższą metę funkcjonować bez wsparcia sektora finansowego. Utrzymujący się brak płynności na rynku międzybankowym spowodował trudności w uzyskaniu kredytu i wzrost jego ceny. Zmniejszeniu uległa akcja kredytowa dla przedsiębiorstw

i ludności, co skutkowało powstaniem trudności płatniczych w podmiotach gospodarczych. Odcięcie od źródeł finansowania było przyczyną uderzenia kryzysu w sferę realną gospodarki. Nastąpiło zmniejszenie dopływu pieniądza do gospodarki, a w konsekwencji ograniczenie przez przedsiębiorstwa produkcji i inwestycji, a przez ludność zakupów. Wzrosło bezrobocie i zmniejszeniu uległa siła nabywcza ludności¹.

Negatywnym następstwem kryzysu finansowego i gospodarczego próbowały przeciwdziałać rządy poszczególnych państw. Rekordowo niski poziom stóp procentowych, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i Japonii, utrudnił podejmowanie działań antykryzysowych przy wykorzystaniu instrumentów polityki monetarnej. Główna rola w przeciwdziałaniu skutkom kryzysu przypadła zatem polityce fiskalnej. Wykorzystywana była ona w celu udzielania pomocy konkretnym sektorom gospodarki. Przyjmowała najczęściej formę gwarancji lub dopłat do kapitału dla zagrożonych upadkiem instytucji finansowych lub dofinansowywania programów pobudzających popyt².

Barierą ograniczającą skalę interwencji rządowych był jednak chroniczny stan deficytu budżetowego, charakteryzującego większość państw świata, które od lat żyły na kredyt. Dotyczy to również gospodarek rozwiniętych, takich jak Japonia, USA czy kraje Unii Europejskiej (rys. 1).



Rys. 1. Deficyt budżetowy w Japonii, USA i UE-27 w latach 2002-2011 (w % PKB)

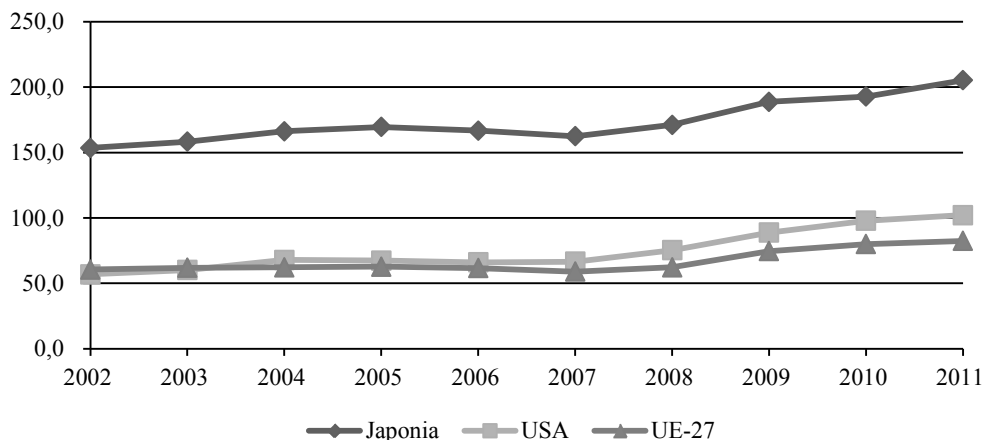
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu (http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database) oraz OECD (<http://www.oecd.org/eco/outlook/economicoutlookannextables.htm>) [dostęp 28.03.2013].

¹ Wpływ kryzysu na globalnym rynku finansowym na PKB i produkcję przemysłową Unii Europejskiej ze szczególnym uwzględnieniem sytuacji w polskim przemyśle przetwórczym, Ministerstwo Gospodarki, Departament Analiz i Prognoz, Warszawa, luty 2009, s. 3

² O. Kowalewski, M.J. Radło, *Wpływ tymczasowej pomocy publicznej w okresie kryzysu na konkurencję w Unii Europejskiej*, „Materiały i Studia”, z. 264, NBP, Warszawa 2011, s. 4.

W gronie państw Unii Europejskiej nadwyżki w okresie poprzedzającym kryzys miały jeszcze Bułgaria, Dania, Estonia, Irlandia, Hiszpania, Luksemburg, Finlandia i Szwecja. W roku 2011 wolne od deficytu były już tylko Estonia i Szwecja³.

Wydatki ponoszone na ratowanie systemów finansowych i niektórych przedsiębiorstw, zwłaszcza wobec zmniejszonej bazy podatkowej, wymusiły dodatkowy wzrost zadłużenia państw.



Rys. 2. Dług publiczny Japonii, USA i UE-27 w latach 2002-2011 (w % PKB)

Źródło: jak na rys. 1.

W roku 2011 dług publiczny Japonii przekraczał już 200% PKB, a Stanów Zjednoczonych 100% PKB (rys. 2). Relacja długu publicznego do PKB dla ogółu państw członkowskich UE w okresie poprzedzającym kryzys kształtowała się na poziomie zbliżonym do 60%. Jeszcze w pierwszym kwartale roku 2008 wartość ta wynosiła 59,2%. Od tego jednak czasu charakteryzuje się jednak stałym wzrostem i w trzecim kwartale 2012 roku dług publiczny stanowił już 85,1% PKB, a zatem zwiększył się o 25,9 punktu procentowego.

Problem wysokiego długu publicznego nie dotyczy wprawdzie wszystkich państw UE, wiele z nich jednak odnotowało jego przyrost w relacji do PKB na znacznie wyższym poziomie niż cała UE. We wskazanym okresie w Irlandii zwiększył się on o 89,4 p.p., w Portugalii o 52,8 p.p., w Grecji o 44,7 p.p., w Wielkiej Brytanii o 44,5 p.p., a w Hiszpanii o 41,9 p.p. Jedynie w Estonii, Bułgarii i Szwecji zmiana relacji długu publicznego do PKB nie przekroczyła 10 punktów procentowych.

Konsekwencją tego jest bardzo wysoki udział długu publicznego w PKB wielu państw UE. W trzecim kwartale 2012 roku poziom 100% przekraczały Grecja

³ http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database, dostęp 28.03.2013.

(152,6%, w końcu 2011 roku jej zadłużenie przekraczało nawet 170%), Włochy (127,3%), Portugalia (120,3%), Irlandia (117%) i Belgia (101,6%). Wysokie zadłużenie, przekraczające 80% udział w PKB, miały również Francja (89,9%), Wielka Brytania (87,8%), Cypr (84%) oraz Niemcy (81,7%)⁴.

W efekcie kryzys prywatnych instytucji finansowych przekształcił się w kryzys finansów publicznych, stawiając państwa na granicy wypłacalności.

3. Rentowność obligacji rządowych i ocena wiarygodności kredytowej wierzycieli

Źródłem finansowania długu publicznego, obok pożyczek od innych państw i instytucji międzynarodowych, jest emisja obligacji, a zatem dokumentów dłużnych podlegających wykupowi po z góry ustalonym czasie. Ich wykorzystaniu sprzyja rozwój globalnego rynku finansowego, który daje państwom dostęp do tańszego i anonimowego kapitału.

Wypłacalność państw, na zlecenie emitenta dłużnych papierów wartościowych, oceniają agencje ratingowe, biorąc pod uwagę m.in. wielkość długu publicznego. Rating stanowi ocenę wiarygodności kredytowej podmiotu, która odzwierciedla jego zdolność do terminowej spłaty rat kapitałowych i odsetek z tytułu zaciągniętych zobowiązań przez cały czas obiegu instrumentu⁵.

Rentowność obligacji jest wypadkową jej ceny nominalnej, a zatem kwoty, która będzie wypłacona nabywcy w terminie wykupu obligacji, oprocentowania (kuponu), które wypłacane będzie nabywcy na bieżąco do czasu wykupu obligacji jako określony procent ceny nominalnej, oraz rynkowej ceny obligacji. O ile cena nominalna i (stałe) oprocentowanie są wartościami niezmiennymi, o tyle cena rynkowa obligacji jest wynikiem gry podaży i popytu zgłaszanego przez rynek. Przewaga popytu nad podażą prowadzić będzie do wzrostu cen rynkowych, niski popyt skutkować będzie natomiast obniżką cen rynkowych. Rentowność obligacji jest tym wyższa, im jej nominalne oprocentowanie stanowi większy udział w cenie rynkowej. A zatem wzrostowi cen obligacji towarzyszyć będzie spadek ich rentowności, z kolei spadające ceny obligacji będą pociągać za sobą wzrost ich rentowności. Określony poziom zapotrzebowania państwa na finansowanie zewnętrzne stanowi o podaży obligacji. Popyt z kolei będzie wypadkową korzyści płynących z wysokości oprocentowania i oceny ryzyka związanego z wypłacalnością emitenta. Niska wiarygodność emitenta, a co za tym idzie, wysoki poziom ryzyka, skutkować będą słabnącym popytem, spadającymi cenami i rosnącą rentownością obligacji. W efekcie rosnąć będą koszty obsługi zadłużenia. Zwiększać będzie się bowiem relacja wysokości świadczeń odsetkowych w stosunku do wartości środków pozyskanych w drodze emisji obligacji. Niską natomiast, a w warunkach wysokiego poziomu niepewności na rynku nawet

⁴ Tamże.

⁵ D. Dziawgo, *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010, s. 69.

niekiedy ujemną, rentownością cechować się będą obligacje emitenta o wysokiej wiarygodności kredytowej. W tym przypadku wysoki popyt zgłaszany przez rynek, istotnie przewyższający podaż, skutkować będzie wzrostem cen do poziomu, który rentowność ograniczy lub wręcz sprowadzi do poziomu poniżej zera.

W przypadku nowych emisji dłużnych papierów wartościowych na rynku pierwotnym zmiana oceny wiarygodności kredytowej emitenta wpływać będzie na koszt pozyskania kapitału z rynku w wyniku oczekiwania wyższej stopy procentowej. Natomiast na rynku wtórnym zmiany ratingu powodują funkcjonującą na podanych wyżej zasadach korektę bieżącej rentowności papierów wartościowych⁶.

Ocena wiarygodności kredytowej dłużnika ma zatem niebagatelne znaczenie dla popytu zgłaszanego na emisję jego obligacji, dla rentowności obligacji i, co za tym idzie, kosztów obsługi zadłużenia. Prowadzi to do sytuacji, w której problemy z regulacją bieżących zobowiązań, znajdujące odbicie w obniżonej ocenie wiarygodności kredytowej, skutkują nowymi problemami, wynikającymi z rosnących kosztów obsługi zadłużenia. To z kolei pogłębia kryzys płynności i prowadzi do dalszego obniżenia wiarygodności kredytowej, ze wspomnianymi wyżej konsekwencjami.

W tym kontekście istotna wydaje się rola, jaką w kształtowaniu wizerunku dłużnika pełnią agencje ratingowe. Są one firmami doradztwa inwestycyjnego, które dokonują jakościowej oceny i klasyfikacji instrumentów dłużnych ze względu na wiarygodność kredytową ich emitenta przez nadanie dłużnikowi stopnia zaufania finansowego wyrażonego za pomocą kodu literowego (tab. 1), czyli oceny ratingowej⁷.

Tabela 1. Klasyfikacja długoterminowych ratingów według głównych agencji ratingowych

Jakość kredytowa	Standard & Poor's	Moody's	Fitch
Poziom inwestycyjny			
Najwyższa	AAA	Aaa	AAA
Bardzo wysoka	AA+, AA, AA-	Aa1, Aa2, Aa3	AA+, AA, AA-
Wysoka	A+, A, A-	A1, A2, A3	A+, A, A-
Dobra	BBB+, BBB, BBB-	Baa1, Baa2, Baa3	BBB+, BBB, BBB-
Poziom spekulacyjny			
Zagrożona	BB+, BB, BB-	Ba1, Ba2, Ba3	BB+, BB, BB-
Wątpliwa	B+, B, B-	jak wyżej	B+, B, B-
Słaba	CCC+, CCC, CCC-	B1, B2, B3	CCC+, CCC, CCC-
Zła	CC+, CC, CC-	Caa1, Caa2, Caa3	CC+, CC, CC-
Bardzo zła	C	Ca	C
Bankrut	D	C	D

Źródło: opracowanie własne.

⁶ Tamże, s. 85-86.

⁷ T.T. Kaczmarek, *Agencje ratingowe jako źródło niestabilności globalnych rynków finansowych*, [w:] *Kryzys finansów publicznych. Przyczyny, mechanizm, drogi wyjścia*, red. L. Oręziak, D. Rosati, Wydawnictwo Łazarzski, Warszawa 2013, s. 140.

Oceny te ująć można w dwie grupy. Pierwsza z nich ma poziom inwestycyjny – ujętym w tę grupę papierom dłużnym nie grozi ryzyko bankructwa pożyczkobiorcy, a zatem nie istnieje ryzyko utraty kwoty udzielonej pożyczki. Może jedynie spaść ich cena rynkowa. Charakter spekulacyjny mają natomiast instrumenty zaklasyfikowane do drugiej grupy ocen. W ich przypadku istnieje ryzyko niewypłacenia odsetek na czas, a także upadłości emitenta. Najwyższe z ocen w tej grupie charakteryzują się tym, że obsługa zobowiązań dłużnika może być wątpliwa w sytuacji niekorzystnych dla niego zjawisk gospodarczych.

Oceny formułowane przez agencje ratingowe w okresie kryzysu gospodarczego ostatnich lat budzą wiele kontrowersji i dyskusji o mocy sprawczej tych ocen w zakresie oddziaływania na pozycję finansową państw, zmagających się z kryzysem zadłużenia. Zwraca się przy tym uwagę na niską konkurencję na rynku ratingów, który zdominowany został przez trzy amerykańskie agencje – Fitch, Moody's i Standard&Poor's⁸. Intensywność zmian ocen agencji ratingowych nasiliła się od 2010 roku, w drugiej fazie kryzysu finansowego, kiedy pojawił się problem zbyt wysokiego zadłużenia państw. Kalendarium zmian ocen głównych agencji ratingowych przedstawiono w tab. 2.

Tabela 2. Kwartalne kalendarium zmian ocen głównych agencji ratingowych dla krajów Unii Europejskiej i Grupy G7 w okresie IV kw. 2009 - I kw. 2013. Stan na dzień 31.03.2013

	Standard & Poor's Rating Service	Moody's Investors Service	Fitch Ratings
1	2	3	4
I kw. 2013	Cypr – obniżka do CCC (21.03) Malta – obniżka do BBB+ (16.01)	Łotwa – podwyżka do Baa2 (16.03) W. Brytania – obniżka do Aa1 (22.02) Cypr – obniżka do Caa3 (10.01)	Włochy – obniżka do BBB+ (09.03)
IV kw. 2012	Grecja – podwyżka do B- (18.12) Grecja – obniżka do SD (05.12) Cypr – obniżka do CCC+ (05.12.) Węgry – obniżka do BB (23.11) Cypr – obniżka do B (17.10) Hiszpania – obniżka do BBB- (10.10)	Francja – obniżka do Aa1 (19.11) Cypr – obniżka do B3 (08.10)	Cypr – obniżka do BB- (21.11)
III kw. 2012	Słowenia – obniżka do A (03.08) Cypr – obniżka do BB (02.08)	Słowenia – obniżka do Baa2 (02.08) Włochy – obniżka do Baa2 (13.07)	Słowenia – obniżka do A- (08.08)
II kw. 2012	Grecja – podwyżka do CCC (02.05) Łotwa – podwyżka do BBB- (02.05) Hiszpania – obniżka do BBB+ (26.04)	Cypr – obniżka do Ba3 (13.06) Hiszpania – obniżka do Baa3 (13.06)	Cypr – obniżka do BB+ (25.06) Hiszpania – obniżka do BBB (07.06) Grecja – obniżka do CCC (17.05) Japonia – obniżka do A+ (22.05)

⁸ Z punktu widzenia własnościowego Fitch jest agencją europejską – w 1998 roku francuska agencja ratingowa IBCA kupiła amerykańskiego Fitcha, jednak centrum operacyjnym tzw. wielkiej trójki jest Nowy Jork.

Tabela 2, cd.

1	2	3	4
I kw. 2012	Grecja – obniżka do SD (27.02) Austria – obniżka do AA+ (13.01) Francja – obniżka do AA+ (13.01) Cypr – obniżka do BB+ (13.01) Hiszpania – obniżka do A (13.01) Malta – obniżka do A– (13.01) Portugalia – obniżka do BB (13.01) Słowacja – obniżka do A (13.01) Słowenia – obniżka do A+ (13.01) Włochy – obniżka do BBB+ (13.01)	Cypr – obniżka do Ba1 (13.03) Grecja – obniżka do C (02.03) Hiszpania – obniżka do A3 (13.02) Malta – obniżka do A3 (13.02) Portugalia – obniżka do Ba3 (13.02) Słowacja – obniżka do A2 (13.02) Słowenia – obniżka do A2 (13.02) Włochy – obniżka do A3 (13.02)	Grecja – podwyżka do B– (13.03) Grecja – obniżka do RD (09.03) Grecja – obniżka do C (22.02) Belgia – obniżka do AA(27.01) Hiszpania – obniżka do A (27.01) Włochy – obniżka do A– (27.01) Słowenia – obniżka do A (27.01) Cypr – obniżka do BBB– (27.01) Węgry – obniżka do BB+ (06.01)
IV kw. 2011	Węgry – obniżka do BB+ (21.12) Belgia – obniżka do AA (25.11) Cypr – obniżka do BBB (27.10) Słowenia – obniżka do AA– (20.10) Hiszpania – obniżka do AA– (13.10)	Słowenia – obniżka do A1 (22.12) Belgia – obniżka do Aa3 (17.12) Węgry – obniżka do Ba1 (24.11) Cypr – obniżka do Baa3 (04.11) Hiszpania – obniżka do A1 (18.10) Włochy – obniżka do A2 (04.10)	Portugalia – obniżka do BB+ (24.11) Włochy – obniżka do A+ (07.10) Hiszpania – obniżka do AA– (07.10)
III kw. 2011	Włochy – obniżka do A (19.09) Czechy – podwyżka do AA– (24.08) Estonia – podwyżka do AA– (09.08) USA – obniżka do AA+ (05.08) Cypr – obniżka do BBB+ (29.07) Grecja – obniżka do CC (27.07)	Słowenia – obniżka do Aa3 (23.09) Malta – obniżka do A2 (06.09) Japonia – obniżka do Aa3 (24.08) Cypr – obniżka do Baa1 (27.07) Grecja – obniżka do Ca (25.07) Irlandia – obniżka do Ba1 (12.07) Portugalia – obniżka do Ba2 (05.07)	Słowenia – obniżka do AA– (28.09) Cypr – obniżka do BBB (10.08) Grecja – obniżka do CCC (13.07) Estonia – podwyżka do A+ (05.07) Rumunia – podwyżka do BBB– (04.07)
II kw. 2011	Grecja – obniżka do CCC (13.06) Grecja – obniżka do B (09.05) Irlandia – obniżka do BBB+ (01.04)	Grecja – obniżka do Caa1 (01.06) Irlandia – obniżka do Baa3 (15.04) Portugalia – obniżka do Baa1 (05.04)	Cypr – obniżka do A– (31.05) Grecja – obniżka do B+ (20.05) Portugalia – obniżka do BBB– (01.04)
I kw. 2011	Cypr – obniżka do A– (30.03) Grecja – obniżka do BB– (29.03) Portugalia – obniżka do BBB– (29.03) Portugalia – obniżka do BBB (24.03) Irlandia – obniżka do A– (02.02) Japonia – obniżka do AA– (27.01)	Portugalia – obniżka do A3 (16.03) Hiszpania – obniżka do Aa2 (10.03) Grecja – obniżka do B1 (07.03) Cypr – obniżka do A2 (24.02)	Portugalia – obniżka do A– (24.03) Łotwa – podwyżka do BBB– (15.03) Grecja – obniżka do BB+ (14.01)
IV kw. 2010	Łotwa – podwyżka do BB+ (07.12) Irlandia – obniżka do A (24.11) Cypr – obniżka do A (16.11)	Irlandia – obniżka do Baa1 (17.12) Węgry – obniżka do Baa3 (06.12)	Portugalia – obniżka do A+ (23.12) Węgry – obniżka do BBB– (23.12) Irlandia – obniżka do BBB+ (09.12)
III kw. 2010		Hiszpania – obniżka do Aa1 (30.09) Portugalia – obniżka do A1 (13.07)	Estonia – podwyżka do A (19.07)
II kw. 2010	Hiszpania – obniżka do AA (28.04) Grecja – obniżka do BB+ (27.04) Portugalia – obniżka do A– (27.04)	Grecja – obniżka do Ba1 (14.06)	Grecja – obniżka do BBB– (09.04)
I kw. 2010		Portugalia – obniżka do A3 (15.03)	Portugalia – obniżka do AA– (24.03)
IV kw. 2009	Grecja – obniżka do BBB+ (15.12) Grecja – obniżka do A– (07.12)	Grecja – obniżka do A2 (22.12)	Grecja – obniżka do BBB+ (08.12)

W nawiasach podano dokładną datę, w której nastąpiła zmiana oceny.

Źródło: opracowanie własne na podstawie komunikatów prasowych, www.macronext.com (dostęp 31.03.2013); *Raport o stabilności systemu finansowego*, NBP, Warszawa, lipiec 2011; *Raport o stabilności systemu finansowego*, NBP, Warszawa, grudzień 2011; *Raport o stabilności systemu finansowego*, NBP, Warszawa, lipiec 2012; *Raport o stabilności systemu finansowego*, NBP, Warszawa, grudzień 2012.

Obniżenie ratingu w pierwszej kolejności dotknęło kraje PIGS: Portugalię, Irlandię, Grecję i Hiszpanię. Jego powodem było rosnące zadłużenie, mogące wpłynąć na perspektywy rozwoju gospodarki. Spośród tych krajów najwyższe oceny ratingowe, na poziomie AAA, do tego czasu – od 2003 roku – utrzymywała Hiszpania. Grecja z kolei była pierwszym krajem strefy euro, który uzyskał ocenę poniżej poziomu A. Kolejne zmiany ocen najbardziej dotkliwe były dla Portugalii, Grecji i Cypru, sytuując papiery dłużne tych krajów – w ocenie wszystkich głównych agencji ratingowych – na poziomie spekulacyjnym. W grupie państw Unii Europejskiej, oprócz wspomnianych Grecji i Portugalii, oceny na poziomie spekulacyjnym w ratingach wszystkich agencji notują jeszcze Węgry, a w ocenach pojedynczych agencji Rumunia i Irlandia.

Redukcja ocen wiarygodności kredytowej nie ominęła również krajów wysoko rozwiniętych. Jest to sytuacja o tyle niezwykła, że od czasu, gdy obniżono ocenę Włoch w 2006 roku, żaden inny kraj G7 w ratingu nie spadł. Tymczasem w 2011 roku i na początku 2012 obniżki dotknęły Włochy, Japonię, USA i Francję. W marcu 2013 roku do tej grupy państw dołączyła Wielka Brytania.

Rezultaty zmian ocen wiarygodności kredytowej państw przedstawiono w tab. 3.

Kurczy się również grupa krajów ocenianych przez wszystkie główne agencje ratingowe na najwyższym poziomie. W końcu 2011 roku do grona tych krajów, po obniżeniu ratingu USA przez S&P, zaliczano trzynaście państw⁹. Kolejne obniżki ratingów z początku 2012 i 2013 roku spowodowały skrócenie tej listy o kolejne trzy kraje: Austrię, Francję i Wielką Brytanię. W rezultacie w gronie tych państw pozostały już tylko Kanada, Dania, Holandia, Luksemburg, Niemcy, Norwegia, Szwajcaria, Szwecja oraz Singapur.

Niepewność na międzynarodowych rynkach finansowych, poziom awersji do ryzyka i wreszcie oceny agencji ratingowych przekładają się, tak jak wspomniano wyżej, na rentowność papierów dłużnych emitowanych przez poszczególne kraje.

W dalszej kolejności zwrócono uwagę, pod kątem rentowności 10-letnich obligacji, na te kraje wymienione w tab. 2 i 3, które w analizowanym okresie, od końca 2009 roku do początku 2013 roku, w ocenie wszystkich głównych agencji ratingowych utraciły ocenę na poziomie inwestycyjnym. Przy pominięciu Cypru, ze względu na niedostępność danych, uwaga ta skupiona zostanie na Grecji, Portugalii i Węgrzech. Warto podkreślić, że na początku analizowanego okresu Portugalia i Grecja cieszyły się uznaniem agencji ratingowych na bardzo wysokim lub wysokim poziomie inwestycyjnym. Jedynie Węgry oceniane były na poziomie inwestycyjnym do brym, ponieważ straciły klasyfikację A już w 2005 roku z powodu wysokiego deficytu budżetowego.

Na rysunku 3 przedstawiono różnicę między dzienną rentownością obligacji tych krajów a rentownością obligacji niemieckich, uznawanych za bezpieczne.

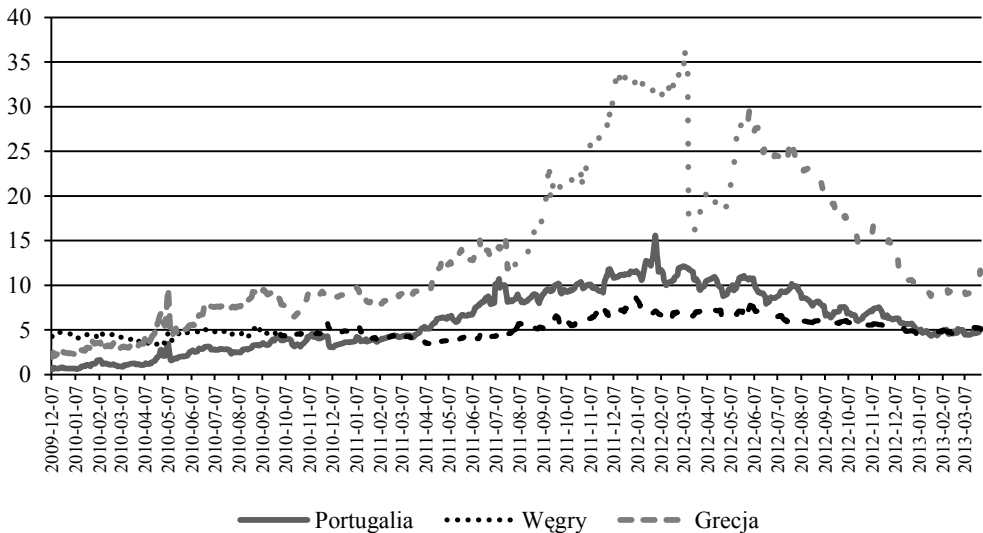
⁹ http://forsal.pl/artykuly/537149,lista_krajow_z_ratingiem_aaa_oto_najbezpieczniejsze_panstwa_swiatek.html, dn. 24.01.2012.

Tabela 3. Ocena wiarygodności kredytowej głównych agencji ratingowych dla krajów Unii Europejskiej i Grupy G7. Stan na dzień 31.03.2013

	Standard & Poor's	Moody's	Fitch
Kraje UE – członkowie strefy euro			
Austria	AA+	Aaa	AAA
Belgia	AA	Aa3	AA
Cypr	CCC	Caa3	BB-
Estonia	AA-	A1	A+
Finlandia	AAA	Aaa	AAA
Francja	AA+	Aa1	AAA
Grecja	B-	C	CCC
Hiszpania	BBB-	Baa3	BBB
Holandia	AAA	Aaa	AAA
Irlandia	BBB+	Ba1	BBB+
Luksemburg	AAA	Aaa	AAA
Malta	BBB+	A3	A+
Niemcy	AAA	Aaa	AAA
Portugalia	BB	Ba3	BB+
Słowacja	A	A2	A+
Słowenia	A	Baa2	A-
Włochy	BBB+	Baa2	BBB+
Kraje UE – poza strefą euro			
Bułgaria	BBB	Baa2	BBB-
Czechy	AA-	A1	A+
Dania	AAA	Aaa	AAA
Litwa	BBB	Baa1	BBB
Łotwa	BBB-	Baa2	BBB-
Polska	A-	A2	A-
Rumunia	BB+	Baa3	BBB-
Szwecja	AAA	Aaa	AAA
Węgry	BB	Ba1	BB+
W. Brytania	AAA	Aa1	AAA
Pozaeuropejskie kraje G7			
Japonia	AA-	Aa3	A+
Kanada	AAA	Aaa	AAA
USA	AA+	Aaa	AAA

Źródło: jak dla tab. 2

Z wykresu wynika, że na koniec analizowanego okresu rentowność obligacji analizowanych państw jest przynajmniej o 5 punktów procentowych wyższa od rentowności obligacji niemieckich. W pierwszym kwartale 2012 roku, kiedy trwałość strefy euro, a nawet Unii Europejskiej, podawano w wątpliwość, różnice te były jeszcze wyższe, w przypadku Grecji przekraczające nawet 35 punktów procento-



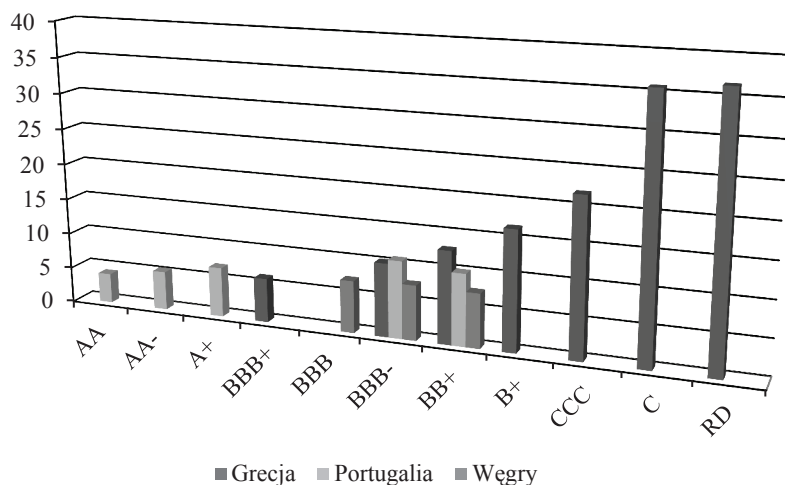
Rys. 3. Różnica na koniec dnia w rentowności 10-letnich rządowych obligacji Portugalii, Węgier i Grecji w porównaniu do rentowności obligacji niemieckich w okresie 07.12.2009-31.03.2013

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.stooq.pl, dostęp 31.03.2013.

wych. Rynek uspokoiły jednak konsekwentne działania Europejskiego Banku Centralnego, w tym decyzja o skupie obligacji skarbowych zagrożonych krajów, oraz determinacja w utrzymaniu Grecji w strefie euro. Zauważalna na wykresie skokowa zmiana rentowności greckich obligacji w marcu 2012 roku związana była z przeprowadzeniem przez Grecję restrukturyzacji jej długu przez wymianę obligacji posiadanych przez prywatnych inwestorów na papiery o wartości niemal 50% niższej, o wydłużonym terminie płatności, co zmniejszyło zadłużenie Grecji o ponad 100 mld euro. Było to warunkiem uzyskania pakietu międzynarodowej pomocy finansowej od UE, MFW i Europejskiego Banku Centralnego, bez której Grecja musiałaby ogłosić bankructwo.

Na rysunku 4 przedstawiono zależność między przyznaną oceną ratingową a rentownością 10-letnich obligacji skarbowych Grecji, Portugalii i Węgier w analizowanym okresie. Wynika z niego, że wraz ze wzrostem oceny wiarygodności kredytowej spada rentowność obligacji. Należy przy tym pamiętać jednak o tym, że ocena ratingowa stanowi potwierdzenie stanu faktycznego i zawsze działa z pewnym opóźnieniem, co nie przeszkadza inwestorom w sugerowaniu się tą oceną.

Szczegółowa analiza opisanych wyżej zależności przedstawiona została w tab. 3. Wynika z niej, że w przypadku Grecji i Portugalii występuje istotna odwrotna zależność między rentownością obligacji a poziomem oceny ratingowej, czego nie można powiedzieć o Węgrzech, może ze względu na trzy tylko zmiany ratingu w analizowanym okresie.



RD – *restricted default* (ograniczona niewypłacalność)

Rys. 4. Średnia rentowność 10-letnich rządowych obligacji Portugalii, Węgier i Grecji a ocena ratingowa Fitch w okresie 07.12.2009-31.03.2013

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.stooq.pl, dostęp 31.03.2013; www.macronext.com (dostęp 31.03.2013); *Raport o stabilności systemu finansowego*, NBP, Warszawa, lipiec 2011; *Raport o stabilności systemu finansowego*, NBP, Warszawa, grudzień 2011; *Raport o stabilności systemu finansowego*, NBP, Warszawa, lipiec 2012; *Raport o stabilności systemu finansowego*, NBP, Warszawa, grudzień 2012.

Tabela 4. Współzależność ocen ratingowych według klasyfikacji Fitch i rentowności 10-letnich rządowych obligacji Portugalii, Węgier i Grecji w okresie 07.12.2009-31.03.2013

Okres	Liczba obserwacji	Współczynnik korelacji między poziomem ratingu a rentownością obligacji	Rating	Średnia rentowność	Odczylenie standardowe	Współczynnik korelacji z obligacjami niemieckimi (AAA)
1	2	3	4	5	6	7
Grecja						
7.12.2009-31.03.2013	792	-0,76		16,58	8,39	-0,59
8.12.2009-8.04.2010	81		BBB+	6,18	0,42	-0,49
9.04.2010-13.01.2011	188		BBB-	10,25	1,50	-0,17
14.01.2011-19.05.2011	83		BB+	12,91	1,60	-0,05
20.05.2011-13.07.2011	36		B+	16,67	0,47	-0,41
13.03.2012-16.05.2012	40		B-	21,57	2,52	-0,84
14.07.2011-22.02.2012, 17.05.2012-31.03.2013	351		CCC	21,96	7,79	0,15
23.02.2012-8.03.2012	11		C	35,81	1,38	-0,55
9.03.2012-12.03.2012	2		RD	36,56	0,01	-1,00

1	2	3	4	5	6	7
Portugalia						
7.12.2009-31.03.2013	792	-0,77		8,41	3,01	-0,46
7.12.2009-23.03.2010	70		AA	4,20	0,23	-0,21
24.03.2010-22.11.2010	164		AA-	5,44	0,68	-0,64
23.11.2010-23.03.2011	80		A+	6,98	0,46	0,63
24.03.2011-31.03.2011	6		A-	7,98	0,24	0,92
1.04.2011-24.11.2011	159		BBB-	10,79	1,11	-0,65
25.11.2011-31.03.2013	313		BB+	10,05	2,72	0,58
Węgry						
7.12.2009-31.03.2013	792	-0,16		7,53	0,76	-0,13
7.12.2009-26.12.2010	255		BBB	7,29	0,42	0,31
27.12.2010-8.05.2012	253		BBB-	7,68	0,69	-0,64
9.01.2012-31.03.2013	284		BB+	7,60	0,97	0,53

Źródło: jak dla rys. 4.

Udało się wykazać, że zmienność rentowności obligacji, mierzona wartością odchylenia standardowego, jest większa w przypadku obligacji z niższym ratingiem. Wymaga to jednak uwzględnienia liczby dokonanych obserwacji, uwarunkowanych czasem przyznanej oceny ratingowej. Nie zauważono natomiast, aby poziom oceny ratingowej analizowanych krajów determinował kierunek zmian rentowności w odniesieniu do bezpiecznych obligacji niemieckich.

4. Podsumowanie

Zadłużenie, spowodowane deficytem budżetowym utrzymywanym od lat, ale również antykryzysowymi posunięciami rządów, było przyczyną powstania problemów płatniczych państw. Relacja długu publicznego do PKB w wielu przypadkach przekracza 100%, a rolowanie długu w celu regulacji bieżących zobowiązań wymaga pozyskiwania środków na międzynarodowym rynku finansowym. Potrzeba wykazania wiarygodności emitowanych papierów wartościowych wiąże się z poddaniem gospodarki ocenie agencji ratingowych. Jednym z kluczowych elementów podlegających analizie jest wielkość długu publicznego, jako że rating stanowi ocenę zdolności państw do terminowej regulacji zobowiązań. Wiele państw świata, również z grupy wysoko rozwiniętych, utraciło wysoką wiarygodność kredytową, a papiery wartościowe niektórych, klasyfikowane na poziomie spekulacyjnym, noszą miano „śmieciowych”. Wyższe ryzyko inwestowania w tego rodzaju walory wiąże się ze wzrostem ich rentowności, co skutkuje wzrostem kosztów obsługi zadłużenia i dodatkowymi problemami płatniczymi.

Literatura

- Dziawgo D., *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010.
- Kaczmarek T.T., *Agencje ratingowe jako źródło niestabilności globalnych rynków finansowych*, [w:] *Kryzys finansów publicznych. Przyczyny, mechanizm, drogi wyjścia*, red. L. Oręziak, D. Rosati, Wydawnictwo Łazarski, Warszawa 2013.
- Kowalewski O., Radło M.J., *Wpływ tymczasowej pomocy publicznej w okresie kryzysu na konkurencję w Unii Europejskiej*, „Materiały i Studia”, z. 264, NBP, Warszawa 2011.
- Raport o stabilności systemu finansowego*, NBP, Warszawa, grudzień 2011.
- Raport o stabilności systemu finansowego*, NBP, Warszawa, grudzień 2012.
- Raport o stabilności systemu finansowego*, NBP, Warszawa, lipiec 2011.
- Raport o stabilności systemu finansowego*, NBP, Warszawa, lipiec 2012.
- Wpływ kryzysu na globalnym rynku finansowym na PKB i produkcję przemysłową Unii Europejskiej ze szczególnym uwzględnieniem sytuacji w polskim przemyśle przetwórczym*, Ministerstwo Gospodarki, Departament Analiz i Prognoz, Warszawa, luty 2009.

Źródła internetowe

- http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.
- http://forsal.pl/artykuly/537149,lista_krajow_z_ratingiem_aaa_oto_najbezpieczniejsze_panstwa_swiata.html.
- <http://www.macronext.com>.
- <http://www.stooq.pl>.

THE RELIABILITY OF THE STATES IN THE FACE OF PUBLIC FINANCE CRISIS

Summary: This paper shows that the current financial and economic crisis has a significant impact on the public finance system. An increase in public expenditure is a reason for the public debt, which often exceeds 100% of GDP. It has contributed to undermining the market confidence in the ability to service the debts. A public debt and high budgetary deficit increase economic uncertainty and generate a high cost of debt service. The paper presents the relationship between government bond yields and credit rating.

Keywords: financial crisis, public debt, credit rating, bond yields.