

239/2012

Raport Badawczy

RB/43/2012

Research Report

**Dyscyplina rynkowa
w warunkach kryzysu
finansowego na przykładzie
długu jednostek samorządu
terytorialnego**

M. Bitner, K.S. Cichocki

**Instytut Badań Systemowych
Polska Akademia Nauk**

**Systems Research Institute
Polish Academy of Sciences**



POLSKA AKADEMIA NAUK

Instytut Badań Systemowych

ul. Newelska 6

01-447 Warszawa

tel.: (+48) (22) 3810100

fax: (+48) (22) 3810105

Kierownik Zakładu zgłaszający pracę:
dr inż. Lech Kruś

Warszawa 2012

DYSCYPLINA RYNKOWA W WARUNKACH KRYZYSU FINANSOWEGO NA PRZYKŁADZIE DŁUGU JEDNOSTEK SAMORZĄDU TERYTORIALNEGO

Wstęp

Celem opracowania jest przedstawienie funkcjonowania dyscypliny rynkowej w warunkach kryzysu finansowego na przykładzie długu jednostek samorządu terytorialnego. Dyscyplina rynkowa jest funkcją rynków finansowych polegającą na generowaniu odpowiednich sygnałów i ograniczeń, które są w stanie skłonić pożyczkodawcę do zachowań zgodnych z osiągnięciem ogólnego celu wypłacalności (zachowania płynności). Artykuł przedstawia teoretyczne przesłanki występowania dyscypliny rynkowej oraz stopień ich realizacji na rynku kredytów i dłużnych instrumentów finansowych jednostek samorządu terytorialnego. Autorzy omawiają wyniki badań empirycznych obrazujących zależność między wysokością stopy procentowej a poszczególnymi zmiennymi wpływającymi na szacunek wielkości ryzyka kredytowego. Badania objęły reprezentatywną grupę 65 miast na prawach powiatu, które w latach 2007-2011 korzystały ze środków pożyczkowych (kredytów, obligacji emitowanych na rynku niepublicznym oraz obligacji emitowanych na rynku publicznym). Artykuł prezentuje analizę statystyczną wyników badań i wnioski co do znaczenia dyscypliny rynkowej jako czynnika ograniczającego poziom zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego i skłaniającego ich organy od pojęcia ewentualnych działań sanacyjnych. Na podstawie obserwacji i wniosków z przeprowadzonych badań formułowane są rekomendacje dotyczące koniecznych uzupełnień dyscypliny rynkowej w postaci odpowiednich reguł fiskalnych, jak również instytucjonalnych rozwiązań wpływających na efektywność zarządzania długiem jednostek samorządu terytorialnego.

1. Znaczenie dyscypliny rynkowej w ograniczaniu wielkości zadłużenia jednostek władzy terytorialnej

W ciągu ostatnich 30 lat zakres decentralizacji finansów publicznych – mierzonej udziałem wydatków podsektora lokalnego w wydatkach publicznych ogółem, a także dochodów tego sektora w dochodach sektora publicznego – wzrastał w większości krajów OECD [Bitner, Cichocki, 2012, str. 12-15]. Tendencja ta wynikała przede wszystkim z przenoszenia zadań dotychczas realizowanych

przez jednostki podsektora centralnego na jednostki podsektora władz lokalnych lub regionalnych, czemu towarzyszyło przeważnie rozszerzenie zakresu źródeł finansowania zadań lokalnych i regionalnych, zarówno tych zaliczanych tradycyjnie do dochodów własnych, jak i transferów z budżetu państwa. Wraz ze wzrostem liczby zadań, w tym inwestycyjnych, jednostki władzy terytorialnej w większości krajów europejskich uzyskały szersze możliwości finansowania niektórych wydatków ze środków pożyczkowych. Wzrost znaczenia podsektora samorządowego jako składnika sektora instytucji rządowych i samorządowych spowodował zwiększenie zainteresowania nauki problematyką realizacji przez jednostki tego sektora funkcji tradycyjnie dzielonych na alokacyjną, dystrybucyjną i stymulacyjną, jak również problematyką fiskalnych powiązań podsektora samorządowego z podsektorem centralnym – określanym mianem *fiscal federalism*.

Jednym z głównych problemów podejmowanych przez teorię *fiscal federalism* jest – obok dewolucji i decentralizacji zadań (wydatków), zapewnienia źródeł ich finansowania o charakterze danin publicznych i transferów, administracji podatkowej oraz zarządzania budżetowego i finansowego – zagadnienie dostępu jednostek władzy terytorialnej do środków pożyczkowych, a w szczególności metod monitorowania oraz ograniczenia tego dostępu. Metody te powinny z jednej strony akceptować decentralizację finansów sektora publicznego i uwzględniać postulat niezależności jednostek samorządu terytorialnego, z drugiej zaś przyczyniać się do zachowania stabilności finansów tych jednostek i – co za tym idzie – stabilności finansów publicznych w ogóle. Dowodem znaczenia tej problematyki dla współczesnej teorii finansów jest liczba prac poświęconych porównaniu modeli ograniczania długu jednostek władzy terytorialnej istniejących w poszczególnych krajach. Prace te w znacznej części budzą jednak zastrzeżenia metodologiczne: zwykle oparte są na raportach działów analitycznych instytucji finansowych obecnych na rynku długu jednostek władzy terytorialnej lub na badaniach ankietowych przeprowadzanych w poszczególnych krajach. Ich rezultatem jest raczej zestawienie niż porównanie procedur i limitów występujących w poszczególnych krajach. Zgodzić się zatem należy z uwagą, że w dziedzinie analizy instytucjonalnej problematyka ograniczeń dostępu jednostek władzy terytorialnej do rynków finansowych czeka wciąż na swe opracowanie [Singh, Plekhanov, 2005, str. 25].

W piśmiennictwie przyjęła się klasyfikacja modeli ograniczania długu jednostek władzy terytorialnej zaproponowana w zbiorze opracowań poświęconych doświadczeniom decentralizacyjnym poszczególnych krajów zarówno rozwiniętych, jak i rozwijających się, zawierających także próbę podsumowania trendów w tym zakresie, opracowanym przez Fiscal Affairs Department w MFW w 1997 r. [Ter-Minassian, Craig, 1997]. W pracy tej, na podstawie porównania systemów ograniczania długu jednostek samorządu terytorialnego w 53 krajach świata, dokonano podziału tych systemów na 4 podstawowe modele: bezpośredniego sterowania (*direct/administrative control*), reguł fiskalnych, kooperacji oraz dyscypliny rynkowej. Badanie wykazało, że najbardziej rozpowszechnione są dwa pierwsze modele uzupełniane o sankcje w razie nieprzestrzegania reguł,

choć zazwyczaj nie występują one w czystej postaci, ale raczej ich poszczególne elementy stosowane są łącznie. Modele te przewidują nakazy zrównoważenia budżetu, zawierają limity deficytu budżetowego, regulacje dotyczące korzystania ze środków pożyczkowych oraz instrumenty sterowania administracyjnego.

W modelu bezpośredniego sterowania rząd (centralny) wywiera bezpośredni wpływ na korzystanie przez jednostki samorządu terytorialnego ze środków pożyczkowych poprzez ustalanie okresowych (np. rocznych) limitów zadłużenia lub jego niektórych składników (np. długu nominowanego w walucie obcej), udzielanie zgody na zaciąganie konkretnych zobowiązań lub centralizację wszystkich operacji pożyczkowych całego sektora ogólno-rządowego z możliwością udostępniania podsektorowi samorządowemu pożyczonych środków na określone cele. O ile podkreśla się zasadność stosowania tego typu instrumentów dla ograniczania długu zagranicznego, o tyle kwestionuje się racjonalność bezpośredniego sterowania zaciąganiem długu na rynku krajowym. Obniżenie ratingu jednego z pożyczkobiorców może bowiem skutkować podwyższeniem rentowności długu pozostałych pożyczkobiorców, a ponadto zagraniczni pożyczkodawcy z reguły zakładają istnienie domniemanej gwarancji Skarbu Państwa dla zagranicznego długu jednostek samorządu terytorialnego. Sterowanie centralne na rynku krajowym mogłoby prowadzić do zastąpienia podejmowania decyzji inwestycyjnych na szczeblu lokalnym planowaniem centralnym, a ponadto zakładałoby co najmniej moralną odpowiedzialność Skarbu za wypłacalność pożyczkobiorcy.

Model reguł fiskalnych opiera się na określonych przepisami prawa limitach lub ograniczeniach, które mogą dotyczyć całkowitego poziomu zadłużenia, wydatków, które mogą być finansowane środkami pożyczkowymi, kwot przeznaczanych na obsługę zadłużenia, określonych form lub rodzajów instrumentów dłużnych. Zaletą modelu jest jego przejrzystość i eliminacja długotrwałych negocjacji, wśród wad natomiast wymienia się rozmaite ryzyka, które mogą wypłynąć na osłabienie oddziaływania reguł fiskalnych. Do ryzyk tych należą: brak stabilności klasyfikacji wydatków jako bieżących lub majątkowych, pozyskiwanie środków pożyczkowych poza budżetem, za pośrednictwem specjalnie tworzonych w tym celu jednostek (w szczególności skontrolowanych przez jednostkę spółek), korzystanie z instrumentów, które pozwalają na uniknięcie stosowania ograniczeń, wzrost znaczenia zobowiązań z tytułu dostaw i usług jako źródła finansowania przekraczającego horyzont roku budżetowego. Ich ograniczenie wymaga nie tylko precyzyjnej definicji długu, lecz także odpowiedniego systemu budżetowania i rachunkowości budżetowej pozwalającej na pozyskanie informacji na wszystkich etapach procedury dokonywania wydatków.

Model kooperacyjny polega na ustalaniu limitów finansowania ze środków pożyczkowych dla całego podsektora samorządowego w procesie negocjacji między przedstawicielami rządu (centralnego) oraz władz samorządowych. Model zakłada uprzedni udział przedstawicieli podsektora samorządowego w ustalaniu zasadniczych celów makroekonomicznych oraz określaniu parametrów

fiskalnych warunkujących realizację tych celów. Autorzy zwracają uwagę na jego zalety w zakresie wzajemnego przekazywania informacji, promowania dialogu oraz uświadamiania makroekonomicznych następstw określonych decyzji politycznych, podkreślają jednak, że jego skuteczność w ograniczaniu wielkości zadłużenia zależy od ustalonej kultury dyscypliny budżetowej oraz konserwatywnego planowania i zarządzania finansowego. Warto zwrócić uwagę, że podawane w piśmiennictwie przykłady funkcjonowania modelu kooperacyjnego dotyczą państw federalnych (Australia, Belgia, w pewnym stopniu Niemcy) i ograniczania długu jednostek szczebla stanowego (regionalnego), w stosunku do których rząd centralny często nie może nakładać ograniczeń dotyczących deficytu i długu. Międzynarodowe doświadczenia związane ze stosowaniem tego modelu w celu ograniczania długu jednostek lokalnych są znacznie uboższe.

W modelu dyscypliny rynkowej brak jest jakichkolwiek limitów dotyczących długu jednostek podsektora samorządowego. Zakłada się, że podażowa strona rynku środków pożyczkowych potrafi różnicować wiarygodność kredytową poszczególnych jednostek samorządu terytorialnego, dostosowując do niej rentowność instrumentów dłużnych, co w skrajnych przypadkach może prowadzić do wyeliminowania poszczególnych podmiotów z rynku. Model ten stanowi *de facto* adaptację koncepcji dyscypliny rynkowej rozwiniętej przez T. Lane'a do rynku długu podmiotów samorządowych [Lane, 1992].

Dyscyplina rynkowa definiowana jest jako funkcja rynków finansowych polegająca na generowaniu odpowiednich sygnałów i ograniczeń, które są w stanie skłonić pożyczkobiorcę (kredytobiorcę, emitenta dłużnych papierów wartościowych) do zachowań zgodnych z osiągnięciem ogólnego celu wypłacalności [Lane, 1992, str. 2]. Zachowania te mają ponadto prowadzić do trwałości (*sustainability*) finansowego *status quo*, tzn. zapewniać wypłacalność w dłuższym okresie bez konieczności przeprowadzania gwałtownych zmian polityki operacyjnej i finansowej [Horne, 1988, str. 3]. Dyscyplina rynkowa zakłada istnienie wzajemnych interakcji między zachowaniem pożyczkobiorców a sytuacją na rynkach finansowych: w klasycznym modelu rynek reaguje na pogorszenie wiarygodności kredytowej danego pożyczkobiorcy (spowodowane np. zwiększeniem zadłużenia uznanego za niepożądane) wzrostem stopy procentowej, która z kolei – zwiększając ciężar obsługi długu dodatkowo zwiększa ryzyko niewypłacalności. Powyżej pewnego progu, instytucje finansowe nie są skłonne dostarczać pożyczkobiorcy środków pożyczkowych, wykluczając go tym samym z rynku [Modigliani, Jaffee, 1969, str. 850-872; Stiglitz, Weiss, 1981, str. 393-410]. Model dyscypliny rynkowej zakłada więc asymptotyczny wzrost zadłużenia, którego dynamika jest jednak niższa od dynamiki wzrostu stopy procentowej. Wyklucza to zatem finansowanie obsługi długu w nieskończoność przez zaciąganie nowego zadłużenia [Horne, 1991]. Zachowanie wymogu trwałości nie musi przy tym oznaczać osiągnięcia stanu optymalnego: zarządzanie długiem podporządkowane kryterium wypłacalności może nie spełniać innych kryteriów oceny prawidłowości zarządzania [Modigliani, 1986, str. 223-234].

W piśmiennictwie panuje zgoda co do koniecznych przesłanek występowania dyscypliny rynkowej: brak jakiegokolwiek z nich w trudnym do określenia stopniu zakłóca funkcjonowanie modelu. Po pierwsze, rynki finansowe muszą być wolne i otwarte, co oznacza brak ograniczeń w dostępie do rynku zarówno pożyczkobiorców, jak i pożyczkodawców; jakiejkolwiek ograniczenia swobody inwestowania mogą powodować zakłócenia w procesie rynkowej oceny ryzyka kredytowego i w ten sposób osłabiać dyscyplinę rynkową; wymóg ten pociąga więc za sobą całkowitą swobodę rynku w kształtowaniu stóp procentowych.

Po drugie, informacje wywierające wpływ na wiarygodność kredytową pożyczkobiorców powinny być natychmiast dostępne dla pożyczkodawców. Do najważniejszych z nich należą informacje dotyczące wielkości deficytu i długu poszczególnych pożyczkobiorców. Postulat ten jest jednak trudny do zrealizowania m.in. z powodu problemów metodologicznych (jednolite definiowanie długu i deficytu zakłada istnienie instytucji budżetowych, z kolei normy tworzące instytucje budżetowe mogą być w rozmaity sposób obchodzone), jak również celowych praktyk pożyczkobiorców zmierzających do ukrycia rozmiarów zadłużenia (zaciąganie długu za pośrednictwem podmiotów powiązanych, udzielanie poręczeń i gwarancji, zaciąganie zobowiązań nieobjętych konwencjonalnymi miarami długu). Jedną z przyczyn niewypłacalności Nowego Jorku w 1974 r. była emisja tzw. Tax Anticipation Notes oraz Revenue Anticipation Notes w celu ominięcia restrykcji dotyczących zadłużenia oraz ukrycia rozmiarów całkowitego zadłużenia. Tego typu instrumenty umożliwiły miastu pokrycie nadmiernych (unsustainable) deficytów. Jakikolwiek zaburzenia szybkiego przepływu informacji między pożyczkobiorcami a pożyczkodawcami osłabiają także efekt wzrostu stóp procentowych poprzedzający w idealnym modelu faktyczne wykluczenie z rynku, ponadto zaś mogą powodować zjawisko „infekcji” (contagion effect) polegające na powszechnym postrzeganiu problemów z obsługą długu występujących u określonego pożyczkobiorcy jako ogólnego zjawiska dotyczącego wszystkich pożyczkobiorców należących do określonej grupy [Lane, Goldstein, Mathieson, 1991, str. 1-45].

Po trzecie, pożyczkobiorcy powinni reagować na wzrost efektywnego kosztu emisji swojego długu redukcją wydatków i dążeniem do zmniejszenia wskaźników związanych z zadłużeniem: przyjmuje się, że dobrym rozwiązaniem jest ustanowienie odpowiednich instytucji budżetowych zapewniających lub wspomagających takie reagowanie. Z drugiej strony w przypadku pożyczkobiorców należących do sektora instytucji rządowych i samorządowych to racjonalne zachowanie może być osłabione istotą mechanizmu wyboru publicznego, a w szczególności krótkim horyzontem planowania i cyklem wyborczym uzasadniającym z politycznego punktu widzenia obciążanie następców skutkami nadmiernych deficytów [Alesina, Tabellini, 1990, str. 403-414]. Ponadto mechanizm dyscypliny rynkowej nie może funkcjonować prawidłowo wtedy, gdy pożyczkobiorcy są już zagrożeni niewypłacalnością i zakładają możliwość niespłacenia zaciąganych

zobowiązań. W takiej sytuacji wzrost stóp procentowych nie jest dla nich dostateczną przeszkodą przed zwiększaniem długu.

Po czwarte, rynek nie może zakładać istnienia procedury ratunkowej (*bail out*), przy czym istotny jest nie tyle formalny brak takiej procedury, ale przekonanie uczestników rynku, że przeżywający trudności finansowe pożyczkobiorca zostanie pozostawiony własnemu losowi. Jeśli więc np. pomimo wyraźnej deklaracji braku wsparcia pochodzącej od określonej władzy publicznej, w opinii rynku prawdopodobieństwo niereagowania przez tę władzę na zagrożenie danego podmiotu niewypłacalnością jest bardzo niskie (np. dany pożyczkobiorca jest *too big to fail*), marże nie będą rosły odpowiednio do pogarszającego się wizerunku długu pożyczkobiorcy jako niespełniającego warunku finansowej trwałości. Należy przy tym odróżnić faktycznie realizowaną, choć niespodziewaną, procedurę ratunkową, która może być uzasadniona względami ekonomicznymi, od obietnicy realizacji takiej procedury zwiększającej *moral hazard*: w przypadku takiej obietnicy (a tym bardziej gwarancji normatywnych) pożyczkobiorcy mogą nie przywiązywać odpowiedniej wagi do działań sprzyjających zachowaniu wypłacalności, zaś pożyczkodawcy tracą zainteresowanie bieżącym monitorowaniem sytuacji pożyczkobiorców.

Utożsamianie dyscypliny rynkowej z jednym z modeli ograniczania długu jednostek władzy terytorialnej wydaje się jednak wątpliwe. Należy zwrócić uwagę, że już pod koniec lat 90-tych istnienie „czystego” modelu dyscypliny rynkowej konstatowano tylko w jednym państwie (Kanadzie) i tylko w odniesieniu do jednostek szczebla stanowego (prowincji), przy czym stały wzrost zadłużenia tego podsektora doprowadził do wprowadzenia w wielu prowincjach prawnych (nawet konstytucyjnych) limitów dotyczących zaciągania długu [Ter-Minassian, Craig, 1997, str. 10]. Jak wskazuje analiza przesłanek dyscypliny rynkowej, dyscyplina ta może oddziaływać z większą lub mniejszą siłą – w zależności od stopnia ich realizacji – zawsze jednak należy liczyć się z pewnym opóźnieniem działania sił rynkowych, które z rozmaitych względów może być w danym kraju nie do zaakceptowania. Błędne jest zatem przedstawianie modelu dyscypliny rynkowej jako alternatywy dla modelu polegającego na ustanowieniu regulacyjnych limitów połączonych z istnieniem instytucji nadzorczych i vice versa. Model optymalny zakłada – jak się wydaje – normatywną regulację możliwości generowania deficytu i długu, np. w postaci tzw. złotej zasady finansów publicznych. Ponieważ jednak wszelkiego rodzaju limity mogą być w łatwiejszy bądź trudniejszy sposób obchodzone przez pożyczkobiorców, funkcjonowanie mechanizmów regulacyjnych powinno być wzmacniane, a nie ograniczane przez działanie sił rynkowych.

2. Metodologia badania

Celem przeprowadzonego badania było ustalenie wpływu podstawowych miar zdolności kredytowej wybranych jednostek samorządu terytorialnego w Polsce na efektywny koszt finansowania. Dane dotyczące wielkości, okresu i sposobu spłaty oraz parametrów finansowych instrumentów dłużnych wykorzystywanych w badanym okresie uzyskano na podstawie kwestionariuszy, które rozesłano do 520 wybranych JST (w tym do wszystkich województw i miast na prawach powiatu).

Grupa badawcza obejmowała 65 miast na prawach powiatu: są to miasta o największej liczbie ludności, największych budżetach, zwykle aktywnie korzystające ze środków pożyczkowych dla sfinansowania wydatków inwestycyjnych. Badany okres obejmuje natomiast lata 2007-2011. Taki horyzont czasowy umożliwia śledzenie zmian warunków finansowania JST ze środków pożyczkowych w okresie wysokiego wzrostu gospodarczego i stabilności rynków finansowych, okresie kryzysu finansowego oraz spowolnienia gospodarczego, któremu towarzyszył znaczny spadek dochodów JST, a zwłaszcza miast na prawach powiatu, oraz okresie względnej stabilizacji przy znacznym wzroście relacji długu i deficytu do PKB zarówno w sektorze centralnym, jak i samorządowym.

Analiza ryzyka kredytowego związanej z każdą transakcją jest - rzecz jasna - w znacznej mierze kwestią oceny, zależnej od przyjętych w danej jednostce standardów, zasad i procedur. Specyfika badania zdolności kredytowej jednostek władzy terytorialnej polega na tym, że prognozowanie zasadniczych przepływów pieniężnych dotyczy operacji finansowych, których stabilność i wysokość wynika w znacznej mierze z przepisów prawa. W większości modeli prognozowanie opiera się więc w dużym stopniu na krótkookresowych trendach kształtowania się dochodów i wydatków, z uwzględnieniem podstawowych determinant danych rodzajów transakcji, a w szczególności stopy inflacji, stopy wzrostu gospodarczego, wskaźnika zmian demograficznych, itp. Można zatem przyjąć, że jednym z najważniejszych czynników kształtujących przyszłą sytuację finansową jednostki samorządu terytorialnego jest bieżący *status quo*. Uzasadnia to odniesienie się do analizy bieżących wskaźników finansowych jako uproszczonych miar kondycji finansowej jednostki.

Najważniejsze zagregowane wskaźniki wykorzystują nadwyżkę operacyjną jako podstawowy miernik zdolności jednostki samorządu terytorialnego do finansowania inwestycji względnie redukcji zadłużenia jednostki. Nadwyżka operacyjna stanowi różnicę między dochodami bieżącymi a wydatkami bieżącymi, tzn. takimi, które nie stanowią dochodów i wydatków majątkowych. Dochodami majątkowymi są dotacje celowe na inwestycje oraz niebędące dotacjami środki na inwestycje (przede wszystkim płatności z budżetu środków europejskich), dochody ze sprzedaży mienia oraz pozbawione fiskalnego znaczenia dochody z tytułu przekształcenia prawa użytkowania wieczystego w prawo własności. Wydatkami majątkowymi są natomiast wydatki na inwestycje oraz dotacje celowe na dofinansowanie inwestycji, a także wydatki na nabywanie udziałów i akcji.

Nadwyżka operacyjna (określana także jako wynik budżetu bieżącego) stanowi zatem tę część dochodów bieżących, która może być przeznaczona na finansowanie wydatków majątkowych, oraz spłatę zadłużenia (czyli rozchody związane z obsługą zadłużenia; wydatki związane z obsługą zadłużenia, tzn. odsetki i dyskonto przy emisji walorów dłużnych, stanowią natomiast wydatki bieżące, czyli wydatki pomniejszające nadwyżkę operacyjną). Szczególne znaczenie nadwyżki budżetu operacyjnego jako najważniejszego kryterium oceny sytuacji finansowej jednostek samorządu lokalnego podkreślane jest także w piśmiennictwie innych krajów, w których istnieje podział na budżet operacyjny (bieżący) i majątkowy (kapitałowy), np. we Francji oraz w Niemczech w tych krajach związkowych, które zachowały kasowy system budżetowania [Bitner, 2012].

Podstawowym prostym miernikiem oceny sytuacji finansowej JST, która stanowi zasadniczy czynnik zdolności kredytowej jest średnia arytmetyczna stosunku nadwyżki operacyjnej do dochodów z ostatnich trzech lat poprzedzających każde z badanych lat. Spośród wszystkich miast objętych badaniem zostały wyłonione dwie grupy miast: miasta w których analizowana średnia arytmetyczna jest relatywnie wysoka oraz miast w których analizowana średnia arytmetyczna jest relatywnie niska, przy czym dla każdego z badanych lat dla każdego z miast zaliczonych do pierwszej grupy średnia jest znacząco wyższa od najwyższej średniej w grupie drugiej.

Tabela 1. Wysokość wskaźnika dla miast grupy pierwszej

	2004-2006	2005-2007	2006-2008	2007-2009	2008-2010
Bielsko-Biała	11,83%	12,92%	14,61%	14,30%	12,39%
Gliwice	11,53%	11,53%	13,04%	12,81%	10,93%
Jastrzębie-Zdrój	12,68%	11,34%	12,76%	17,22%	19,16%
Kalisz	14,83%	15,39%	15,57%	14,48%	12,41%
Katowice	19,48%	21,63%	22,08%	21,68%	18,10%
Płock	19,07%	18,13%	16,68%	14,18%	11,08%
Poznań	14,36%	17,59%	19,37%	17,43%	12,48%
Rybnik	14,39%	14,19%	14,93%	15,09%	17,28%
Sopot	17,22%	17,51%	11,38%	11,53%	14,94%
Tychy	13,81%	16,92%	18,25%	17,48%	16,51%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów

Tabela 2. Wysokość wskaźnika dla miast grupy drugiej

	2004-2006	2005-2007	2006-2008	2007-2009	2008-2010
Bytom	1,86%	2,42%	0,27%	0,76%	-1,45%
Chełm	4,06%	3,96%	4,33%	2,26%	-1,07%
Chorzów	0,61%	4,89%	6,51%	6,56%	2,68%
Legnica	3,26%	5,13%	5,50%	3,83%	-0,06%
Mysłowice	2,67%	-0,38%	-2,98%	-2,22%	-3,04%
Piekary Śląskie	6,12%	6,17%	5,37%	4,46%	-2,30%
Przemyśl	5,65%	4,99%	4,56%	0,81%	-1,67%
Siemianowice Śląski	4,96%	4,34%	4,77%	4,74%	2,53%
Słupsk	-2,49%	-0,22%	-0,13%	0,10%	-0,87%
Świętochłowice	0,24%	4,98%	6,49%	4,77%	0,37%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów

W badaniu określono także trzecią grupę miast mających rating krajowy na poziomie inwestycyjnym, wyższym od średniego (co najmniej A-). Do grupy tej należą następujące miasta: Białystok, Bielsko-Biała, Bydgoszcz, Gdańsk, Katowice, Kielce, Łódź, Płock, Rybnik, Toruń, Wrocław, Zabrze, Zielona Góra, Warszawa. Ponieważ Bielsko-Biała, Katowice, Płock i Rybnik zostały zaliczone do miast grupy pierwszej, wyłączono je z trzeciej grupy. W grupie tej nadwyżka operacyjna dla poszczególnych miast jest zwykle znacząco wyższa niż w grupie drugiej. Warto także zauważyć, że żadne miasto należące do grupy drugiej (o niskiej wartości relacji nadwyżki operacyjnej do dochodów) nie miało ratingu.

Można wskazać trzy podstawowe korzyści wynikające z posiadania ratingu przez jednostki samorządu terytorialnego [Bitner, Cichocki, 2008]. Po pierwsze, uzyskuje się w ten sposób niezależną, zewnętrzną, profesjonalną ocenę całej działalności jednostki, a w szczególności zarządzania finansowego oraz zarządzania aktywami i pasywami. Po drugie, rating pozwala na obniżenie kosztów obsługi zadłużenia, a w niektórych przypadkach warunkuje dostęp do rynku kapitałowego. Dotyczy to przede wszystkim rynku dłużnych papierów wartościowych: większość inwestorów, zwłaszcza dużych inwestorów instytucjonalnych, zdecydowanie preferuje inwestowanie w walory objęte ratingiem. Rating jest bardzo istotnym, choć nie decydującym czynnikiem warunkującym podejmowanie decyzji kredytowych także przez banki komercyjne. Rola agencji ratingowych została uznana przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego [Reisen, 2002; Mulder, 2004]. Komitet rekomenduje dwie metodologie badania ryzyka kredytowego. Jedna z nich opiera się na stosowaniu standardowych metod z wykorzystaniem ocen zewnętrznych agencji ratingowych. Po trzecie, rating pełni istotną funkcję informacyjno-promocyjną, umożliwia bowiem powszechny dostęp do profesjonalnie opracowanych informacji na temat działalności jednostki i stanowi punkt odniesienia pozwalający na międzynarodowy ranking jednostek samorządowych wg kryterium wiarygodności kredytowej.

Miarą efektywnego kosztu finansowania jest skorygowana marża uzyskiwana przez badane miasta dla kredytów spłacanych w równych ratach kapitałowych, o okresie spłaty od 8 do 12 lat. Ze

względem na bardzo słabe nachylenie krzywej dochodowości w długim okresie, porównywanie kredytów o takim okresie spłaty wydaje się zasadne. Uwzględnione zostały tylko kredyty nominowane w złotych, z wyjątkiem kredytów udzielanych przez Europejski Bank Inwestycyjny. W badanym okresie EBI udzielał kredytów przede wszystkim metropoliom (choć także kilka mniejszych miast, w tym należących do drugiej grupy, zaciągnęło kredyty w EBI); w większości przypadków marża tych kredytów była ujemna.

Wszystkie miasta w badanym okresie zaciągały kredyty długoterminowe o stopie zmiennej, opartej na stawce WIBOR, z wyjątkiem dwóch miast, które zaciągnęły kredyty długoterminowe o stałym oprocentowaniu (kredyty o stałym oprocentowaniu nie zostały w badaniu uwzględnione). W większości przypadków były to kredyty spłacane w okresach miesięcznych oparte na stawce WIBOR 1m. Marże kredytów opartych na stawce WIBOR 3m (WIBOR 6m) zostały skorygowane o średnioroczne różnice między stawką WIBOR 3m (WIBOR 6m) obliczoną przy założeniu kwartalnych (półrocznych) spłat a stawką WIBOR 1m obliczoną przy założeniu spłat miesięcznych. Różnice te, podane w punktach bazowych, w poszczególnych latach kształtowały się następująco:

Tabela 3. Średnioroczne różnice (w punktach bazowych) między stawką WIBOR 1m a stawkami WIBOR 3m i WIBOR 6m

	2007	2008	2009	2010	2011
WIBOR 3m	9	24	54	31	16
WIBOR 6m	22	33	64	45	26

Źródło: opracowanie własne

3. Wyniki badania i ich interpretacja

Tabela 4. Wyniki badania (liczby w poszczególnych latach odnoszą się do skorygowanej marży w punktach bazowych ponad stawkę referencyjną)

	2007	2008	2009	2010	2011
średnia marża dla miast grupy pierwszej	17	46	142	69	74
średnia marża dla miast grupy drugiej	12	35	194	78	81
średnia marża dla miast grupy trzeciej	6	25	164	100	79
średnia marża dla miast na prawach powiatu	21	39	156	94	83
odchylenie standardowe	16	24	65	36	11

Źródło: opracowanie własne na podstawie ankiet

W pierwszym roku objętym badaniem, tzn. w roku 2007, koszt długu zaciąganego przez miasta należące do trzech zidentyfikowanych grup był zbliżony i przeciętnie przekraczał stawkę

referencyjną o mniej niż 16 punktów bazowych. Uwagę zwracają trzy obserwacje: bardzo niski ogólny poziom marż, niższa przeciętna marża długu emitowanego przez miasta należące do grupy drugiej w porównaniu ze średnią marżą dla wszystkich miast na prawach powiatu oraz najniższa marża dla miast posiadających rating na poziomie inwestycyjnym - należących do grupy trzeciej.

W kolejnym roku daje się zauważyć wzrost marż dla wszystkich miast, przy czym wzrost ten jest szczególnie silny dla miast należących do pierwszej grupy. Średnia marża dla tych miast była zbliżona do średniej marży dla wszystkich miast na prawach powiatu, natomiast marże uzyskiwane przez miasta należące do drugiej i trzeciej grupy były wyraźnie niższe. Najniższa marże ponownie uzyskały miasta posiadające rating na poziomie inwestycyjnym.

W 2009 r. nastąpił ogólny radykalny wzrost marż: średnia marża dla miast grupy drugiej i trzeciej wzrosła pięciokrotnie a dla miast na prawach powiatu - czterokrotnie w porównaniu z rokiem poprzednim. Wystąpiła także zauważalna różnica w relatywnym poziomie marż w wyodrębnionych grupach: średnia marża dla miast grupy drugiej była wyraźnie najwyższa. Warto także zwrócić uwagę na fakt, że wielkość średniej marży dla miast zaliczonych do trzeciej grupy była zbliżona do średniej marży obliczonej dla wszystkich miast na prawach powiatu.

Zaskakujące są wyniki dla roku 2010: najwyższa jest średnia marża dla miast grupy trzeciej (posiadających rating na poziomie inwestycyjnym), natomiast średnia dla miast grupy drugiej (o najsłabszej kondycji finansowej mierzonej stosunkiem nadwyżki operacyjnej do dochodów) jest wyraźnie niższa od średniej dla wszystkich miast na prawach powiatu.

W roku 2011 zwraca uwagę przede wszystkim zbieżność marż uzyskanych przez wszystkie miasta na prawach powiatu. Średnia marża uzyskana przez miasta drugiej grupy jest tylko o dwa punktu wyższa od średniej marży dla miast grupy trzeciej i silnie zbliżona do przeciętnej marży obliczonej dla wszystkich miast na prawach powiatu. Z kolei średnia marża uzyskana przez miasta grupy trzeciej jest nieco wyższa od przeciętnej marży dla miast należących do pierwszej grupy. Warto zwrócić uwagę na bardzo niewielkie – w porównaniu z latami poprzednimi – odchylenie standardowe wyników dla roku 2011.

Zakończenie

Analiza wyników badania prowadzi do ogólnego wniosku o istnieniu bardzo słabych mechanizmów dyscypliny rynkowej na krajowym rynku długu jednostek samorządu terytorialnego, względnie o braku dyscypliny rynkowej w ogóle. Uzasadniona jest konstatacja, że nawet silne zróżnicowanie kondycji finansowej pożyczkobiorców i – co za tym idzie – perspektyw rozwoju procesów finansowych w przyszłości – nie prowadzą do powstawania istotnych różnic w poziomie

efektywnych kosztów obsługi zadłużenia. Jedynie w latach 2007 i 2008, przed wystąpieniem silnych skutków kryzysu finansowego, średnia marża dla miast grupy trzeciej, posiadających rating na poziomie inwestycyjnym, była nieco niższa niż dla miast grupy pierwszej, posiadających najwyższą nadwyżkę operacyjną w relacji do dochodów oraz dla wszystkich miast na prawach powiatu, natomiast w roku 2009 – średnia marża dla miast grupy drugiej znacząco wyższa od średniej obliczonej dla wszystkich miast.

Przyczyn takiego stanu rzeczy należy upatrywać zarówno w czynnikach tradycyjnie określanych mianem egzogenicznych, do których należą przede wszystkim określone instytucje prawne, oraz endogenicznych – wynikających ze specyfiki struktury rynku i zachowań poszczególnych jego uczestników. W pierwszej grupie czynników pierwszorzędne znaczenie ma brak zdolności upadłościowej jednostek samorządu terytorialnego oraz przewidziana prawem możliwość wsparcia realizowanych w jednostkach samorządu terytorialnego programów ostrożnościowych lub naprawczych środkami pożyczki udzielanej z budżetu państwa (rozporządzeni Ministra Finansów z dnia 23 grudnia 2010 r. w sprawie pożyczek z budżetu państwa udzielanych jednostkom samorządu terytorialnego w ramach postępowań ostrożnościowych lub naprawczych). Bardzo ważną rolę odgrywają także zasady i regulacje dotyczące planowania budżetowego i wykonywania budżetu, które w zasadzie wykluczają zaprzestanie obsługiwanego zaciągniętych kredytów. Jedną z podstawowych zasad gospodarki finansowej wszystkich jednostek sektora finansów publicznych, w tym także jednostek samorządu terytorialnego, jest nakaz dokonywania wydatków w wysokości i terminach wynikających z wcześniej zaciągniętych zobowiązań. Naruszenia tej zasady w uchwałach budżetowych powinny zostać wskazane przez regionalne izby obrachunkowe w ramach postępowania nadzorczego, a następnie usunięte przez organy stanowiące. Dodatkowo, niewykonanie w terminie zobowiązania jednostki sektora finansów publicznych, którego skutkiem jest zapłata odsetek, kar lub opłat albo oprocentowanie tych należności – stanowi naruszenie dyscypliny finansów publicznych.

W zakresie drugiej grupy czynników należy wskazać stosunkowo niewielką liczbę banków aktywnie działających na rynku kredytów zaciąganych przez jednostki samorządu terytorialnego oraz na dominujące udziały w tym rynku trzech banków. Powyższa struktura rynku decyduje o istotnym wpływie stóp oprocentowania kredytów ustalanych przez jednego z uczestników na poziom stóp procentowych akceptowanych przez pozostałych. Istotne znaczenie ma także obecność na rynku Europejskiego Banku Inwestycyjnego, w którego przypadku normą jest udzielanie kredytów poniżej stawki referencyjnej, także miastom należącym do trzeciej grupy (tzn. miastom o bardzo niskiej relacji nadwyżki operacyjnej do dochodów). Pewną rolę ogrywa zapewne także możliwość preferencyjnego finansowania niektórych projektów inwestycyjnych pożyczkami z funduszy ochrony środowiska i gospodarki wodnej.

Brak oddziaływania dyscypliny rynkowej na zachowania popytowej strony rynku, tzn. jednostek samorządu terytorialnego wskazuje na decydujące znaczenie reguł fiskalnych jako instytucji wymuszających działania zmierzające do osiągnięcia „ogólnego celu wypłacalności i płynności finansowej”. Przedstawione wyniki wskazują jednoznacznie na potrzebę istnienia w polskich warunkach odpowiednio skonstruowanych instytucji budżetowych zapobiegających utracie stabilności finansowej przez jednostki samorządu terytorialnego, jak również na konieczność badań weryfikujących skuteczność funkcjonowania tych instytucji.ⁱ

Literatura

1. Alesina A., Tabellini G.(1990), „A Positive Theory of Fiscal Deficits and Government Debt”, „Review of Economic Studies”, Vol. 57, No. 3. 1990.
2. Bitner M. (2012), „Wpływ budżetowania memoriałowego na kształt i funkcjonowanie zasad budżetowych w prawie budżetowym jednostek samorządu terytorialnego”, Samorząd Terytorialny, 5/2012.
3. Bitner M., Cichocki K. (2008), „Efektywność zarządzania długiem w samorządach”, Ernst&Young.
4. Bitner M. , Cichocki K. (2012), „Finanse podsektora samorządowego w wybranych krajach OECD w okresie 1999-2010”, Samorząd Terytorialny, 1-2/2012.
5. Goldstein M., Mathieson D., Lane T. (1991), „Determinants and systemic consequences of international capital flows”, IMF Occasional Paper 77/1991.
6. Horne J. (1988), „Criteria of external sustainability”, IMF Working Paper, WP/88/60.
7. Horne J. (1991), „Indicators of fiscal sustainability”, IMF Working Paper, WP/91/5.
8. Lane T. D. (1992), „Market Discipline”, IMF Working Paper, WP/92/42.
9. Modigliani F. (1986), „Comment”, Scandinavian Journal of Economics, 1/1986.
10. Modigliani F., Jaffee D. F. (1969), „A Theory and Test of Credit Rationing“, American Economic Review, 5/59.
11. Mulder H. (2004), „Basel II: Raising the Bar in Emerging Bond Markets”, Sixth Annual OECD-World Bank Global Bond Market Forum, 24-25 maja 2004 r.
12. Reisen H. (2002), „Ratings Since the Asian Crisis”, OECD.
13. Singh R., Plekhanov A. (2005), „How Should Subnational Government Borrowing Be Regulated? Some Cross-Country Empirical Evidence”, IMF Working Paper, WP/05/54.

14. Stiglitz J., Weiss A. (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, vol. 73, no 3.
15. Ter-Minassian T., Craig J. (1997), "Control of Subnational Government Borrowing", w: "T. Ter-Minassian (red.), "Fiscal Federalism in Theory and Practice", International Monetary Fund, Washington, D.C.

Streszczenie

Artykuł przedstawia funkcjonowanie dyscypliny rynkowej w warunkach kryzysu finansowego na przykładzie długu jednostek samorządu terytorialnego. Dyscyplina rynkowa jest funkcją rynków finansowych polegającą na generowaniu odpowiednich sygnałów i ograniczeń, które są w stanie skłonić pożyczkodawcę do działań zgodnych z celem zachowania płynności. Artykuł przedstawia teoretyczne przesłanki występowania dyscypliny rynkowej oraz stopień ich realizacji na rynku kredytów zaciąganych przez jednostek samorządu terytorialnego. Autorzy omawiają wyniki badań empirycznych obrazujących zależność między wysokością stopy procentowej a poszczególnymi zmiennymi wpływającymi na szacunek wielkości ryzyka kredytowego. Artykuł prezentuje analizę statystyczną wyników badań i wnioski dotyczące znaczenia dyscypliny rynkowej jako czynnika ograniczającego poziom zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego i skłaniającego ich organy do pojęcia ewentualnych działań sanacyjnych.

MARKET DISCIPLINE IN TIMES OF A FINANCIAL CRISIS – THE EXAMPLE OF MUNICIPAL DEBT

Summary

The article presents market discipline in times of a financial crisis, taking municipal debt as an example. Market discipline is defined as a function of financial markets that creates incentives and confinements for a borrower to follow the objective of maintaining liquidity. The article discusses theoretical premises of market discipline existence and the extent to which the premises are implemented in the case of municipal bank loans. The authors present the results of empirical research showing the impact of various factors of municipal creditworthiness on interest rates. The article presents select statistics of these results and conclusions regarding ability of the market to limit municipal borrowing and to induce municipal authorities to implement necessary budget consolidations.

Informacje o autorach

dr Michał Bitner, Uniwersytet Warszawski, Wydział Prawa i Administracji, Katedra Prawa Finansowego, e-mail: mwbitner@uw.edu.pl

dr inż. Krzysztof. S. Cichocki, Polska Akademia Nauk, Instytut Badań Systemowych, Zakład Wspomagania Decyzji w Warunkach Ryzyka, e-mail: kcichocki@ibspan.waw.pl

¹ Artykuł powstał w wyniku badań realizowanych w ramach grantów Ministerstwa Nauki i Szkolnictwa Wyższego: 3032/B/H03/2010/38 oraz 2313/B/H03/2010/39.



