

Grażyna Kozuń-Cieślak

Politechnika Radomska

RYZIKO INWESTYCJI W OBLIGACJE KOMUNALNE W POLSCE

1. Jednostka samorządu terytorialnego w roli emitenta obligacji

Z punktu widzenia oceny ryzyka inwestycyjnego obligacje komunalne są zaliczane do najbardziej bezpiecznych papierów wartościowych, co wynika z publiczno-prawnego statusu jednostki samorządowej. Można wskazać wiele cech emitenta komunalnego, które podnoszą jego rangę jako podmiotu występującego na rynku kapitałowym. Na niektóre z nich należy jednak patrzeć z ostrożnością, gdyż w pewnych okolicznościach mogą stanowić wadę, a nie zaletę poczynionej inwestycji.

- Istotnym atrybutem emitenta komunalnego jest to, iż jednostka samorządowa nie może zbankrutować. Zgodnie z art. 6 pkt 2 ustawy *Prawo upadłościowe i naprawcze* [*Prawo upadłościowe i naprawcze...* 2003] nie można ogłosić upadłości jednostki samorządu terytorialnego. Należy jednak pamiętać, że oznacza to tylko tyle, że emitent nie może „zniknąć” z mapy gospodarczej tak, jak to może przytrafić się przedsiębiorstwu. Nie można wykluczyć niewypłacalności emitenta samorządowego i zaprzestania terminowej obsługi jego zobowiązań. W takiej sytuacji niemożność skorzystania z procedury likwidacyjnej i odzyskania przynajmniej części zainwestowanych pieniędzy należy uznać za czynnik negatywnie oddziałujący na bezpieczeństwo lokaty w obligacje komunalne [Solarz 1996].
- Niewątpliwym plusem emitentów komunalnych jest duża wartość ich majątku trwałego, co pozwala na ustanawianie zabezpieczeń, takich jak zastaw czy hipoteka. Zaletę tę należy jednak rozpatrywać w powiązaniu z małą płynnością tego majątku, który z powodu dużej wartości może być trudno zbywalny. Wtedy wartość takiego zabezpieczenia jest niewielka [Solarz 1996].

- Jednostka samorządowa ma określoną samodzielność dochodową wynikającą z władztwa podatkowego. Należy jednak pamiętać, że margines lokalnego manewrowania podatkowego¹ wynosi zaledwie 18%² (wg danych za 2003 r.).
- Gospodarka finansowa jednostek samorządu jest jawna (art. 11 ustawy o finansach publicznych [Ustawa o finansach publicznych... 1998]), co ogranicza możliwości manewrowania wydatkami i gwarantuje przejrzystość mechanizmów decyzyjnych. Z drugiej zaś strony ta zbiurokratyzowana formuła podejmowania decyzji może przynosić szkody, gdy nie pozwala np. na szybkie reagowanie na zmieniające się warunki otoczenia.
- Gwarancję bezpieczeństwa inwestycji dają obligatariuszom również przepisy ustawy o obligacjach (art. 5, ust. 1) [Ustawa o obligacjach... 2001], w myśl których środków pochodzących z emisji jednostka samorządu nie może przeznaczyć na inne cele niż określone w warunkach emisji.
- Jednostki samorządu terytorialnego są ograniczane również limitami łącznego zadłużenia, których z mocy prawa nie mogą przekroczyć (art. 113³ i 114⁴ ustawy o finansach publicznych).
- Ustawa o finansach publicznych gwarantuje również pierwszeństwo wydatków na obsługę długu jednostki samorządu terytorialnego przed innymi wydatkami (art. 129 ust. 1 i art. 92 ust. 6).
- Dodatkowym wzmocnieniem bezpieczeństwa zobowiązań jednostki samorządu mogą być: gwarancje banków polskich i zagranicznych, gwarancje NBP, udzielenie zabezpieczenia przez Skarb Państwa lub międzynarodową instytucję finansową, udzielenie poręczenia przez inną jednostkę samorządu.

Mimo to obligacje komunalne nie są wolne od wielu rodzajów ryzyka, które towarzyszą każdej aktywności na rynku kapitałowym, a u ich podstaw leży nie tylko brak pewności, czy oczekiwany zwrot z inwestycji zostanie osiągnięty, ale

¹ Margines lokalnego manewrowania podatkowego – udział dochodów z podatków lokalnych (w kalkulacjach uwzględniono podatek od nieruchomości, od środków transportowych i podatek rolny) w dochodach ogółem gmin i miast na prawach powiatów. Powiaty i województwa nie mają własnych podatków [Markowska-Bzducha 2004, s. 345].

² Obliczenia własne na podstawie [Sprawozdanie z wykonania... 2004].

³ Łączna kwota rat kredytów i pożyczek przypadających do spłaty w danym roku budżetowym oraz potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez jednostki samorządu terytorialnego poręczeń wraz z należnymi w danym roku odsetkami od tych kredytów i pożyczek oraz należnych odsetek i dyskonta, a także przypadających w danym roku budżetowym wykupów papierów wartościowych emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego nie może przekroczyć 15% dochodów jednostki samorządu terytorialnego planowanych na dany rok budżetowy. Gdy relacja do produktu krajowego brutto łącznej kwoty państwowego długu publicznego powiększonej o kwotę przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora finansów publicznych przekroczy 55%, wtedy limit 15% jest zmniejszany do 12% planowanych dochodów jednostki samorządu terytorialnego, chyba że obciążenia te w całości wynikają ze zobowiązań zaciągniętych przed datą ogłoszenia tej relacji.

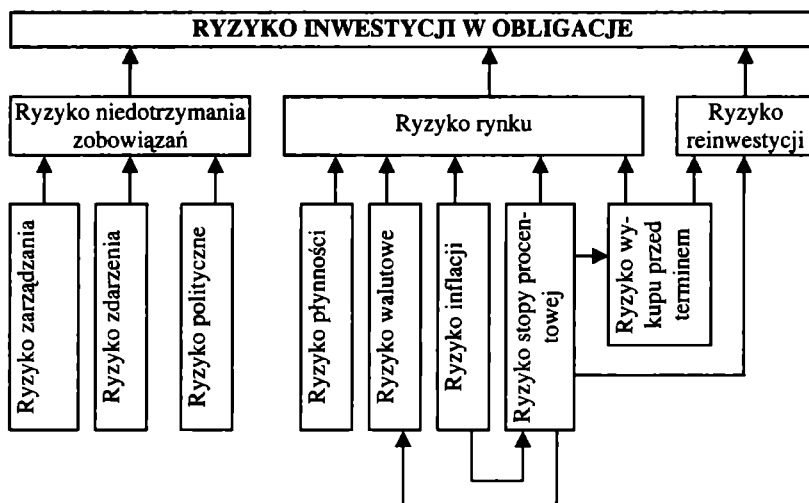
⁴ Łączna kwota długu jednostki samorządu terytorialnego na koniec roku budżetowego nie może przekraczać 60% dochodów tej jednostki w tym roku budżetowym.

również odstęp czasu, który oddziela moment ponoszenia nakładów inwestycyjnych od momentu uzyskiwania wpływów z danej inwestycji.

2. Typologia ryzyka na rynku obligacji komunalnych

Zaprezentowane cechy emitenta samorządowego implikują uprzywilejowaną pozycję obligacji komunalnych na rynku papierów dłużnych. Należy jednak pamiętać, że jako zobowiązania o statusie długu publicznego są one jednocześnie, bardziej niż obligacje korporacyjne, narażone na oddziaływanie czynników ryzyka mających ścisły związek z aktualnym stanem finansów publicznych i polityką ekonomiczną państwa.

Rysunek 1 prezentuje główne typy ryzyka towarzyszące inwestycjom w obligacje komunalne. Są one zbieżne z ryzykiem właściwym dla całego rynku zobowiązań dłużnych, nie wykluczają się wzajemnie i mogą dotyczyć tej samej inwestycji. Jednocześnie należy dodać, że przedstawiona klasyfikacja nie jest klasyfikacją zamkniętą, nie uwzględnia wszystkich wymienianych w literaturze rodzajów ryzyka, które czasem dotyczą tylko walorów o cechach szczególnych (np. obligacji zamiennych), a czasem są jedynie szczególnym przypadkiem innego – szerszej definiowanego ryzyka (np. ryzyko finansowe można uznać za element ryzyka zarządzania). Ponadto należy wskazać na istnienie współzależności między różnymi typami ryzyka, które niekiedy znoszą się wzajemnie (np. ryzyko stopy procentowej z ryzykiem reinwestycji), a czasem są wynikowe i wzmacniają się (np. ryzyko inflacji prowadzi do ryzyka stopy procentowej).



Rys. 1. Typologia ryzyka inwestycji w obligacje
Źródło: opracowanie własne.

3. Ryzyko inwestycyjne na rynku obligacji komunalnych w Polsce

Pierwsze emisje obligacji komunalnych w Polsce miały miejsce w roku 1996. W ciągu kolejnych lat następował dynamiczny wzrost zainteresowania jednostek samorządowych wykorzystaniem tego nowego instrumentu dłużnego. Jego reaktywacja w polskiej praktyce gospodarczej była możliwa dzięki transformacji ustrojowej kraju, której warunkiem koniecznym było stworzenie instytucjonalno-prawnych ram powstania rynku kapitałowego.

Według danych aktualnych na koniec 2004 r. rynek obligacji komunalnych tworzyło 227 emitentów samorządowych, a jego wartość wynosiła 2,95 mld zł, co stanowiło ok. 22% całkowitej wartości rynku obligacji pozaskarbowych w Polsce.

Nieomal dziesięcioletni staż rynku komunalnych obligacji (tyle lat minęło od wejścia w życie w roku 1995 ustawy o obligacjach) pozwala na podjęcie próby jego oceny z punktu widzenia rodzajów ryzyka towarzyszących inwestycjom w tym segmencie rynku.

Dla przejrzystości wyводу podjęte rozważania zaprezentowane zostały w formie zestawienia tabelarycznego.

Tabela 1. Ryzyko na rynku obligacji komunalnych w Polsce

Rodzaj ryzyka	Specyfikacja ryzyka *	Doświadczenia z rynku obligacji komunalnych w Polsce ** (według danych aktualnych na 31 grudnia 2004 r.)
Ryzyko niedotrzymania zobowiązań (<i>default risk</i>)	<p>Nazywane jest też ryzykiem kredytowym. Polega na tym, że emitent może nieterminowo wywiązać się ze zobowiązań wynikających z obligacji. W przypadku obligacji komunalnych ryzyko kredytowe zależy od sytuacji finansowej emitenta, głównie od realizacji budżetu w zakresie planowanych wpływów i wydatków.</p> <p>Ryzyko to jest mierzone ocenami wiarygodności przyznawanymi przez agencje ratingowe</p>	<p>W Polsce ok. 70% dochodów samorządów (według danych za 2003 r.) to dochody, na wysokość których jednostki nie mają wpływu (dotacje celowe, subwencje, udział w podatkach stanowiących dochód budżetu państwa), dlatego wszelkie niekorzystne zmiany w ustawodawstwie regulującym wysokość tych dochodów mogą wpłynąć na pogorszenie zdolności emitenta obligacji do wywiązywania się ze zobowiązań. Podobny skutek może wyrzucić ustawowe zobligowanie samorządów do wykonywania zadań, na realizację których jednostka nie otrzyma adekwatnie zwiększonych środków. Źródła przychodów jednostek samorządowych są ściśle określone przez obowiązujące przepisy prawa, a zatem jednostka samorządowa w przypadku kłopotów finansowych nie może podjąć działalności nowego rodzaju czy zmienić orientacji rynkowej, jak również nie może zrezygnować z zadań przypisanych jej przez obowiązujące prawo.</p> <p>Wśród 228 emitentów obligacji komunalnych (włącznie z euroobligacjami Krakowa) zaledwie 15 jednostek samorządowych ma <i>credit rating</i>.</p>

<p>Ryzyko polityczne (<i>political risk</i>)</p>	<p>Określane też jako ryzyko kraju (<i>country risk</i>). Dotyczy niepewności osiągnięcia oczekiwanego zwrotu z obligacji z powodu zaistnienia niekorzystnych zmian politycznych i ekonomicznych (również w skali międzynarodowej). Ryzyko to wynika z możliwości zaistnienia zmian w ustawodawstwie dotyczącym np. ochrony środowiska, tworzenia stref ochronnych, opłat, licencji, podatków. Skrajnym jego przejawem może być ogłoszenie przez rząd państwa dłużnika moratorium płatniczego, wprowadzenie zakazu transferu środków albo konwersji na walutę płatności, ogłoszenie aktów nacjonalizacji, wystąpienie masowych strajków, zamieszek, wybuch działań wojennych</p>	<p>Niestabilność systemu prawnego jest bardzo dotkliwym aspektem prowadzenia działalności gospodarczej w Polsce, który przekłada się również na niestabilność ekonomiczną jednostek samorządu terytorialnego – jeśli nie w sposób bezpośredni, to pośrednio poprzez np. zmniejszenie bazy podatkowej wynikającej z ograniczenia działalności gospodarczej sektora prywatnego. Jaskrawym przykładem niestabilności prawa i podważeniem wiarygodności państwa w oczach inwestorów krajowych i zagranicznych może być renegecja praw nabytych, jaka miała miejsce w przypadku podmiotów, które rozpoczęły działalność gospodarczą w specjalnych strefach ekonomicznych przed rokiem 2000.</p> <p>Ponieważ członkowie organów stanowiących jednostek samorządowych są wybierani w wyborach powszechnych, więc na decyzje finansowe emitenta komunalnego czynniki polityczne i społeczne mogą mieć większy wpływ, niż w przypadku decyzji gospodarczych przedsiębiorstw. Niezależnie jednak od zmian politycznych spowodowanych wyborami, wszystkie zobowiązania zaciągnięte przez władze emitenta obowiązują władze kolejnych kadencji i nie zmieniają sytuacji prawnej obligatariuszy</p>
<p>Ryzyko zarządzania (<i>management risk</i>)</p>	<p>Wynika ze złego zarządzania podmiotu emitującego obligacje, co w konsekwencji może doprowadzić do pogorszenia jego sytuacji finansowej i zdolności do wywiązywania się ze zobowiązań</p>	<p>W przypadku jednostek samorządu terytorialnego ryzyko złego zarządzania jest szczególnie niebezpieczne. Wynika ono bowiem z nadużyć i niegospodarności powodowanej brakiem bezpośredniego związku między dochodami decydentów a efektywnością gospodarowania, która w przypadku świadczenia dóbr użyteczności publicznej jest szczególnie trudna do oceny.</p> <p>Sprawność administracji publicznej na szczeblach lokalnym i regionalnym – rozumiana w kategoriach rzetelności, gospodarności i nowatorstwa – wpływa bezpośrednio na jakość życia danej społeczności i jest warunkiem budowania podstaw zaufania społeczeństwa do władzy. Dlatego ważne jest, aby reorganizować funkcjonowanie jednostek samorządu w kierunku adaptacji takich metod zarządzania, które służą poprawie skuteczności i wydajności oraz pozwalają mierzyć rezultaty działań według zobiektywizowanych kryteriów</p>

Ryzyko zdarzenia (<i>event risk</i>)	Jest związane z wystąpieniem nieoczekiwanych zmian w otoczeniu pożyczkobiorcy, które mają wpływ na jego zdolność do obsługi zadłużenia. Dotyczą one na przykład zmian w regulacjach prawnych, konsekwencji dokonanych restrukturyzacji, a także wystąpienia katastrof. Szczególnym przykładem takiego ryzyka jest możliwość zmian przepisów prawnych, powodujących, że walory wyemitowane jako zwolnione od podatku mogą utracić ten przywilej	Przykładem zmian w przepisach prawa, które znacznie odbiły się na dochodach własnych gmin, a co za tym idzie na ich zdolności do wywiązywania się ze zobowiązań, było wyłączenie w 1998 r. z podatków od środków transportowych samochodów osobowych. Decyzja ta tak mocno odbiła się na dochodach samorządów, że np. w gminach miejskich udział podatku od środków transportowych w ogólnej sumie podatków i opłat lokalnych wynosił w roku 1997 ok. 11,5%, a w roku 1998 było to już tylko 3,3%
Ryzyko stopy procentowej (<i>interest rate risk</i>)	Nazywane jest też ryzykiem rynkowym i jest podstawowym rodzajem ryzyka ponoszonym przez inwestorów na rynku instrumentów dłużnych. Polega na odwrotnej zależności między zmianami rynkowych stóp procentowych a zmianami cen obligacji. Zmiany rynkowych stóp procentowych powodują zmiany wymaganych stóp dochodów, a to z kolei zmianę wartości instrumentów finansowych. Stopień wrażliwości ceny obligacji na zmiany rynkowych stóp procentowych zależy od cech danej emisji, takich jak długość okresu do wykupu, oprocentowanie, a także opcji dodatkowych, np. opcji przedterminowego wykupu	Obligacje komunalne emitowane na polskim rynku (poza jedną emisją Szczecina) są oprocentowane według zmiennej stopy procentowej, dla której stopą referencyjną jest rentowność 52-tygodniowych Bonów Skarbowych (w nielicznych przypadkach jest to WIBOR). W związku ze zmienną stopą procentową z jednej strony strumienie dochodów odsetkowych, które będzie generować obligacja w terminie do wykupu są trudne do oszacowania, z drugiej jednak strony chroni to inwestora przez ryzykiem inflacji i ryzykiem reinwestycji. Należy jednak pamiętać, że mimo zmiennych stóp procentowych, według których w ciągu całego okresu „życia” obligacji wypłacane są odsetki, w pojedynczych okresach odsetkowych (które zazwyczaj wynoszą 12 miesięcy) są one walorami przynoszącymi stały, z góry określony dochód i w tych okresach obligacje pozostają pod wpływem wszystkich czynników ryzyka właściwych dla obligacji o stałym oprocentowaniu, co oczywiście ma istotny wpływ na ustalanie ceny, w przypadku wcześniejszego ich zbycia
Ryzyko inflacji (<i>inflation risk</i>)	Jest to ryzyko, którym są obarczone obligacje o stałej stopie procentowej. Powstaje, gdy z powodu spadku siły nabywczej pieniądza zmienia się realna wartość przepływów gotówkowych z danego instrumentu. Wzrost inflacji ponad określony poziom powoduje, że obligacje takie stają się dla inwestora mniej atrakcyjne i w rezultacie ich rynkowa wartość spada	Na 281 aktywnych emisji tylko obligacje Szczecina zostały oprocentowane według stałej stopy procentowej. Dziesięcioletnie obligacje wyemitowane w roku 2001 zostały oprocentowane według stopy wynoszącej 11,75%. W roku emisji stopa inflacji wyniosła 5,5%, w kolejnych latach kształtowała się odpowiednio: 1,9; 0,8; 3,5%. Obligatariusze skorzystali zatem na wroście siły nabywczej otrzymanych odsetek, ale reinwestycja odsetek odbywała się już przy znacznie niższych rynkowych stopach procentowych

Ryzyko płynności (liquidity risk)	<p>Określa łatwość, z jaką można sprzedać posiadane obligacje bez utraty wartości w stosunku do bieżącej ceny rynkowej. Podstawową miarą ryzyka płynności jest rozpiętość między oferowaną na rynku ceną nabycia i ceną sprzedaży obligacji. Im większa jest ta różnica, tym większe jest ryzyko płynności dla inwestorów planujących sprzedaż obligacji przed datą ich wykupu przez emitenta.</p> <p>Ryzyko to dotyczy przede wszystkim instrumentów o niewielkim rynku</p>	<p>Na 281 aktywnych emisji tylko cztery (zrealizowane przez 3 miasta: Ostrów Wlkp., Poznań i Rybnik) wprowadzone zostały do obrotu publicznego na regulowanym rynku pozagiełdowym CeTO. W przypadku pozostałych emisji banki – organizatorzy emisji prowadzą obrót wtórny obligacjami, zobowiązując się do podawania na żądanie zainteresowanej strony ceny kupna i sprzedaży obligacji w ramach transakcji z bankiem. Nabywcami ponad 70% obligacji są banki. Rynek wtórny jest mało rozwinięty i właściwie nie jest możliwe określenie przewidywanej płynności obrotu obligacjami komunalnymi</p>
Ryzyko walutowe (currency risk)	<p>Inaczej ryzyko kursowe (<i>exchange-rate risk</i>). Występuje wtedy, gdy nabywane obligacje są denominowane w walucie obcej. Zmiany kursu walutowego powodują, że stopy zwrotu wyrażone w dwóch różnych walutach nie są takie same</p>	<p>Jedyną jednostką samorządu terytorialnego w Polsce, która emitowała obligacje w walucie obcej jest Kraków, który w roku 2000 wyemitował siedmioletnie euroobligacje denominowane w euro.</p> <p>W celu zilustrowania wagi problemu ryzyka kursowego można podać, że w latach 2000-2004 średni kurs NBP złotego w stosunku do euro wahał się w przedziale od 3,50 zł/euro (styczeń 2002) do 4,91 zł/euro (marzec 2004)</p>
Ryzyko przedterminowego wykupu (call risk)	<p>Dotyczy jedynie obligacji dających emitentowi prawo do wcześniejszego wykupu wyemitowanych obligacji. Emitent korzysta z tego prawa wówczas, kiedy stopa procentowa na rynku obniży się i ukształtuje poniżej stopy, którą on płaci od obligacji przez siebie wyemitowanych. Naraża to inwestora na ryzyko reinwestycji. Poza ryzykiem reinwestycji opcja <i>call</i> powoduje, że inwestor nie może przewidzieć, jakie przepływy gotówkowe wystąpią w okresie do wykupu obligacji, a ponadto opcja taka ogranicza potencjalny zysk kapitałowy, gdyż cena rynkowa obligacji nie przekroczy znacznie ceny przedterminowego wykupu.</p> <p>Ryzyko przedterminowego wykupu jest tak dotkliwe dla zarządzania portfelem obligacji, że wielu uczestników rynku uważa, że ustępuje ono znaczeniem tylko ryzyku stopy procentowej</p>	<p>Obligacje komunalne emitowane przez samorządy w Polsce nie mają w swej konstrukcji praw do wcześniejszego wykupu, gdyż są oprocentowane według zmiennej stopy procentowej.</p> <p>Jedyna emisja oprocentowana według stałej stopy procentowej, jaka miała miejsce w Szczecinie, również nie została zabezpieczona opcją <i>call</i>, co okazało się niekorzystne dla emitenta – w okresie bezpośrednio poprzedzającym datę emisji obligacji Szczecina rentowność 52-tygodniowych Bonów Skarbowych kształtowała się na poziomie ok. 15,5% i od tamtej pory sukcesywnie spadała aż do sierpnia 2003 r., kiedy wyniosła 4,8%. W kolejnych miesiącach zaznaczyła się tendencja wzrostowa, ale rentowność bonów nie przekroczyła 7,5% (dla porównania dziesięcioletnie obligacje Bydgoszczy wyemitowane w roku 2000 zostały oprocentowane według stopy 52-tygodniowych Bonów Skarbowych + 0,68%). Ta, z jednej strony korzystna dla inwestorów, sytuacja nie uchroniła ich oczywiście przed reinwestycją otrzymanych odsetek przy niższych rynkowych stopach procentowych</p>

Ryzyko reinwestycji (<i>reinvestment risk</i>)	Polega na zmienności stopy reinwestycji powodowanej fluktuacją rynkowych stóp procentowych. Ponieważ dochodowość obligacji wyrażana jest stopą zwrotu (YTM), która zakłada, że płatności odsetkowe reinwestowane są na procent równy tej stopie, to w sytuacji, gdy rynkowe stopy procentowe spadną, inwestor otrzyma niższe „odsetki od odsetek” i w konsekwencji spadnie też stopa zwrotu z danej inwestycji. Ryzyko reinwestycji jest tym wyższe, im dłuższy jest okres posiadania obligacji. Ryzyko reinwestycji znosi się z ryzykiem stopy procentowej	W okresie 2000-2004 rentowność 52-tygodniowych Bonów Skarbowych, jak również stopa WIBOR (1R) bardzo znacznie zmieniły się – zawierały się w przedziale od ok. 20 do mniej niż 10%. Wprawdzie prawie wszystkie emisje komunalne oprocentowane są według zmiennej stopy procentowej, jednak w kolejnych okresach odsetkowych oprocentowanie jest stałe i z góry określone, co powoduje, że w sytuacji znacznej fluktuacji rynkowych stóp procentowych ryzyko reinwestycji może być bardzo dotkliwie. Na przykład w sierpniu 2001 r. rentowność 52-tygodniowych Bonów Skarbowych wynosiła ok. 14%, a za rok, w sierpniu roku 2002, było to już ok. 7%
---	---	---

Źródło: opracowanie własne na podstawie:

* Specyfikacja ryzyka: [Dziawgo 1998, s. 22-26; Fabozzi 2000, s. 7-10; Francis 2000, s. 3-9; Jajuga, Jajuga 2004, s. 99; Tarczyński, Łuniewska 2004, s. 35-39; Temel 2001, s. 135-136].

** Komentarze na temat polskiego rynku obligacji komunalnych: [Biuletyn *Rating & Rynek...*; Markowska-Bzducha 2004; *Sprawozdanie z wykonania...*].

4. Podsumowanie

Rynek obligacji komunalnych stanowi specyficzny segment rynku dłużnych papierów wartościowych. Ze względu na publicznoprawny status emitenta zobowiązania jednostki samorządowej mają rangę długu publicznego. Postrzegane są przez to jako zobowiązania ustępujące pod względem bezpieczeństwa tylko zobowiązaniom Skarbu Państwa. Nie oznacza to jednak, że nabywanie obligacji komunalnych jest wolne od ryzyka. Powszechnie wymieniane czynniki ryzyka, związane z inwestycjami w papiery dłużne, dotyczą również obligacji emitowanych przez jednostki samorządowe. W Polsce rynek obligacji komunalnych jest stosunkowo młody i nie w pełni wykształcony, zwłaszcza w obszarze obrotu wtórnego. Należy też pamiętać, że Polska ciągle jeszcze nie jest krajem o dojrzałej gospodarce rynkowej. Skutkuje to zmiennością warunków gospodarczych – niestabilnym systemem prawnym, licznymi interwencjami władz monetarnych i fiskalnych, wrażliwością na oddziaływanie kapitału zagranicznego. Powyższe czynniki znacznie zwiększają ryzyko inwestycyjne w Polsce.

Literatura

Biuletyn *Rating & Rynek* 24 (184), Fitch Polska SA.

Dziawgo D., *Credit – rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, PWN, Warszawa 1998.

Fabozzi F. J., *Rynki obligacji. Analiza i strategię*, WIG-Press, Warszawa 2000.

- Francis J.C., *Inwestycje. Analiza i zarządzanie*, WIG-Press, Warszawa 2000.
- Jajuga K, Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*. PWN, Warszawa 2004.
- Markowska-Bzducha E., *Analiza porównawcza samodzielności finansowej polskich samorządów i Unii Europejskiej*, [w:] *Polska samorządność w integrującej się Europie*, Fundacja na rzecz US, Szczecin 2004.
- Solarz S., *Plusy i minusy gminnego emitenta*, „Nowa Europa” z 30 grudnia 1996 r.
- Sprawozdanie z wykonania budżetu państwa za okres od 1 stycznia do 31 grudnia 2003 r. Informacja o wykonaniu budżetów jednostek samorządu terytorialnego*, t. II, Rada Ministrów, Warszawa 2004.
- Tarczyński W., Łuniewska M., *Dywersyfikacja ryzyka na polskim rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Placet, Warszawa 2004.
- Temel J.W., *The Fundamentals of Municipal Bonds*, The Bond Market Association USA, John Wiley & Sons, Inc. 2001.
- Prawo upadłościowe i naprawcze (DzU 2003 nr 60, poz. 535).
- Ustawa o finansach publicznych (DzU 1998 nr 155, poz. 1014, z późn. zm.).
- Ustawa o obligacjach (DzU 2001 nr 120, poz. 1300).

MUNICIPAL BONDS INVESTMENT RISK IN POLAND

Summary

The municipal bonds' market is the peculiar segment of the debt securities' market. Because of the special local government's status as an issuer, municipal bonds possess the rank of the public debt and they are perceived as low risk securities. However it doesn't mean, that investing in municipal bonds is risk – free. Commonly enumerated risk factors generally applied to investing in bond are also applied to bonds issued by local government entities. The market of municipal bonds in Poland is relatively young and it is not completely formed, particularly in the area of secondary circulation. Moreover it is necessary to remember that Poland isn't the country of the mature market economy still. It is resulting in variability of economic conditions - with the instable legal system, numerous interventions of monetary and fiscal authorities, sensitivity to the interaction of the foreign capital. Above-mentioned factors are increasing the investment risk significantly in Poland.