

*Iwona D. Czechowska**

DYLEMATY AKTYWNOŚCI BANKÓW NA RYNKU SKARBOWYCH INSTRUMENTÓW DŁUŻNYCH

1. WSTĘP

Istnienie rynku finansowego daje różne możliwości. Jednym z jego istotnych instrumentów są instrumenty dłużne, a wśród nich instrumenty skarbowe, które występując w ramach obrotu na rynku pierwotnym i wtórnym mają duże znaczenie dla funkcjonowania całej gospodarki, a także jej różnych uczestników, w tym sektora bankowego. W opracowaniu skoncentrowano uwagę na przedstawieniu obszarów aktywności banków na rynku skarbowych instrumentów dłużnych – bonów i obligacji skarbowych. Waga poruszanych zagadnień wynika z jednej strony z roli skarbowych instrumentów dłużnych jako źródła finansowania pożyczkowych potrzeb budżetu państwa i możliwości transferu nadwyżki środków pieniężnych między sektorami, a z drugiej – z atrakcyjności tego przedsięwzięcia dla potencjalnych inwestorów. W pracy zostanie ukazany udział w tym rynku instytucji sektora bankowego ograniczony do banków komercyjnych, ponieważ aktywność banków spółdzielczych jest w tej dziedzinie niewielka. Celem tego artykułu będzie przedstawienie aktywności banków na rynku skarbowych instrumentów dłużnych oraz ich uwarunkowań i dylematów. Powyższa problematyka zostanie ujęta w kontekście finansowania długu publicznego i będzie odnosiła się do dwóch rodzajów instrumentów: bonów i obligacji skarbowych. Podejmując problematykę instrumentów dłużnych należy zwrócić uwagę na ich istotę, zróżnicowanie, cele emisji oraz wykorzystanie przez inwestorów. Z kolei nawiązując do roli banków na tym rynku trzeba analizować ich aktywność na rynku pierwotnym i wtórnym.

Opracowanie składa się z trzech części. W pierwszej przedstawiono bony skarbowe na tle instrumentów dłużnych. W drugiej ukazano specyfikę obligacji skarbowych, zwracając uwagę na organizację rynku, w trzeciej – opisano wykorzystanie bonów i obligacji skarbowych przez sektor bankowy.

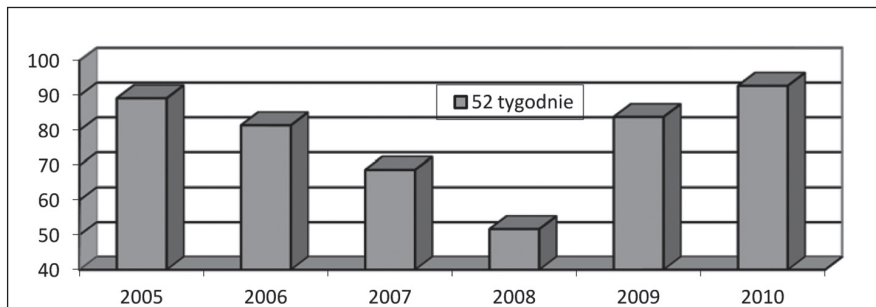
* Dr hab. prof. nadzw. UŁ, Zakład Bankowości Centralnej i Pośrednictwa Finansowego, Katedra Finansów Publicznych, Instytut Finansów, Bankowości i Ubezpieczeń, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki, ul. POW nr 3/5, 90-255 Łódź.

2. BONY SKARBOWE JAKO INSTRUMENTY DŁUŻNE

Jednym z elementów rynku finansowego są jego instrumenty, utożsamiane często z papierami wartościowymi, których definicja ewoluowała w czasie (Die drig keit, 2003, s. 97). Ważny akt prawny w jej rozwoju stanowiła ustawa o obrocie instrumentami finansowymi (*Ustawa z dnia 29 lipca...*, 2005), która sankcjonowała ich dematerializację i wprowadzała podział instrumentów finansowych na: papiery wartościowe, niebędące papierami wartościowymi oraz maklerskie instrumenty finansowe. Instrumenty rynku pieniężnego, w przypadku niniejszego opracowania bony skarbowe, zaliczono w tym akcie do grupy niebędących papierami wartościowymi instrumentów finansowych. Bony skarbowe¹ są krótkoterminowymi instrumentami dłużnymi, należącymi do instrumentów dyskontowych. Emitent bonów skarbowych – ministerstwo finansów – występuje w roli zarządzającego długiem publicznym. Bony skarbowe implikują krótkoterminowe pożyczki zaciągane w celu regulowania bieżącej płynności wydatków budżetu państwa. Analizując rynek bonów skarbowych, można zwrócić uwagę na różne mierniki służące do oceny mechanizmów jego funkcjonowania, takie jak: udział bonów w finansowaniu deficytu budżetowego, wartość bonów w obiegu lub wskaźnik pokrycia ofert. Interesująca jest również skala obrotów i wielkość marż między cenami zakupu i sprzedaży wykorzystywana do oceny poziomu płynności, a także relacja średnich miesięcznych obrotów brutto i średniego stanu zadłużenia z tytułu emisji w poszczególnych miesiącach.

Potencjalnymi nabywcami bonów skarbowych mogą być zarówno krajowe osoby fizyczne, jak i prawne, krajowe spółki nieposiadające osobowości prawnej oraz zagraniczne osoby fizyczne i prawne. Duże znaczenie dla funkcjonowania tego segmentu rynku skarbowych instrumentów dłużnych mają banki, aktywne zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym. Bony skarbowe są zróżnicowane ze względu na okresy wykupu, których długość określa się w tygodniach. W ramach struktury, zróżnicowanej ze względu na okres zapadalności, dominowały bony skarbowe 52-tygodniowe, emisje bonów o innych okresach miały charakter uzupełniający. Zmiany tej struktury były rezultatem zwiększonej zmienności potrzeb płatniczych budżetu państwa lub optymalizacji kosztów obsługi długu (*Rozwój systemu...*, 2009, s. 169). Udział bonów skarbowych o 52-tygodniowym okresie zapadalności w strukturze według wartości sprzedaży na rynku pierwotnym był zróżnicowany. Malał w latach 2005–2008 i ponownie rósł w 2008–2010 (patrz rys. 1).

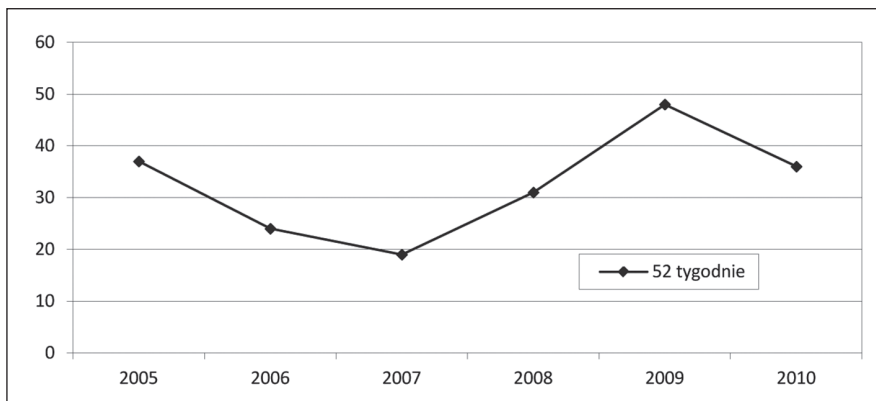
¹ Charakterystyka bonów skarbowych jest popularnym zagadnieniem poruszonym w ramach teorii finansów. Ich opis można odnaleźć np. w: Dęb ski, 2007, s. 272; *Rynek papierów...*, 2007; *Instrumenty dłużne* 2010; Marchewka-Bartkowiak, 2008.



Rys. 1. Udział bonów skarbowych o 52-tygodniowym okresie zapadalności w ramach przetargów

Źródło: *Rozwój systemu...*, 2009, s. 170; 2010, s. 166.

Zainteresowanie bonami skarbowymi po stronie popytowej wynikało z utrzymującej się niepewności na rynkach finansowych, preferowania inwestycji krótkoterminowych, a także finansowania części inwestycji bankowych środkami pozyskanymi od NBP (*Rozwój systemu...*, 2010, s. 166). Kolejnym miernikiem opisującym bony skarbowe była liczba przetargów, która ulegała zmianie odpowiednio do zmiany skali emisji. Teoretycznie bony skarbowe mogą być emitowane raz w tygodniu, wobec tego ich liczba w miesiącu powinna wynosić od 4 do 5. Praktycznie liczba przetargów w ciągu roku wahała się od 24 w roku 2006 do 48 w 2009. Wskazywało to na zmienność potrzeb pożyczkowych państwa (rys. 2).



Rys. 2. Liczba przetargów bonów skarbowych w ciągu roku

Źródło: *Rozwój systemu...*, 2009, s. 170; 2010, s. 170.

Jeżeli chodzi o rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych, to na rynku pierwotnym kształtowała się w pobliżu stawki 1Y WIBOR oraz oprocentowania

depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, i zależała od poziomu ryzyka, konkurencji banków o depozyty klientów lub dążenia do ograniczania luki finansowania. Na przykład w 2009 r. z powodu konkurencji o depozyty sektora niefinansowego ich oprocentowanie było wyższe od rentowności bonów skarbowych.

Bony skarbowe są sprzedawane na rynku pierwotnym i wtórnym. Utworzenie rynku wtórnego bonów skarbowych miało zwiększyć ich płynność i zdwersyfikować strukturę podmiotową finansowania budżetu, która powodowała możliwość przesunięcia ciężaru finansowania długu publicznego z sektora bankowego (ograniczającego akcje kredytowe) na sektor otwarty, dokonujący zakupów bonów skarbowych z oszczędności. Banki przestały traktować bony skarbowe jako bardzo atrakcyjną, niczym niezastąpioną lokatę², nastąpiło zwiększenie obrotów tymi instrumentami na rynku wtórnym spowodowane również zainteresowaniem ze strony przedsiębiorstw oraz koniecznością szybszej rotacji, wymuszoną zmieniającym się kształtem krzywej dochodowości. Obrót bonami skarbowymi w ramach rynku wtórnego dokonuje się głównie na rynku nieregulowanym (międzybankowym OTC) oraz w niewielkim stopniu na platformie elektronicznej³. Przekształcenie elektronicznego Rynku Skarbowych Papierów Wartościowych w MTS Poland (2004) pozytywnie wpłynęło na funkcjonowanie rynku elektronicznego. Wzrosły obroty, ale nadal wartość ta stanowiła niewielką część całkowitych obrotów bonów skarbowych⁴. Od 2009 r. obrót wtórny bonami skarbowymi odbywa się na elektronicznej platformie Treasury BondSpot Poland. Od maja 2009 r. spółka znajduje się w grupie kapitałowej GPW, a od września tego samego roku zmieniła nazwę na BondSpot SA Grupa Kapitałowa GPW.

Obroty na rynku wtórnym dotyczyły transakcji warunkowych i bezwarunkowych. Kryzys na rynkach finansowych spowodował również powiększenie aktywności w tym segmencie oraz wywołał zmiany w strukturze podmiotowej transakcji. W 2008 r. zmniejszył się udział transakcji zawieranych przez banki z innymi inwestorami krajowymi, z poziomu 72,9% obrotów netto w 2007 do 45,5%. W 2009 r. udział transakcji między bankami a podmiotami niebankowymi inwestorami krajowymi wzrósł do 55,3%, w 2010 r. wyniósł 58,7%. W 2008 r. powiększył się udział transakcji między bankami krajowymi z poziomu 26,9% (2007 r.) do 53,3% obrotów netto. Takie zmiany wynikały ze wzrostu awersji do ryzyka i ograniczenia zaufania do transakcji zawieranych na rynku międzybankowym. Zwiększenie płynności rynku wtórnego wynikało ze wzrostu wartości bonów będących w obiegu.

² Przyczyniła się do tego także dematerializacja i ograniczenie dostępu do rynku pierwotnego, a także stabilizacja koniunktury, obniżenie tempa wzrostu inflacji, wzrost akcji kredytowej, czy możliwość lokaty w nowe instrumenty.

³ Rynek międzybankowy w 2004 r. skupiał 99,6%, a platforma elektroniczna 0,4% obrotu.

⁴ Na rynku MTS Poland w roku 2007 nie przeprowadzono żadnej transakcji, 2008 dwie transakcji bezwarunkowe. W 2009 r. 11 transakcji: *Rozwój systemu...*, 2009, s. 172; *Rozwój systemu...*, 2009.

Początkowo kupno bonów skarbowych miało charakter inwestycyjny, dzięki istnieniu rynku wtórnego bony przestały być sprzedawane w wyjątkowych sytuacjach. Inwestorzy kupowali bony za pośrednictwem bezpośrednich uczestników przetargów w zamian za prowizje. Warunki pośrednictwa przy zakupie bonów skarbowych dotyczą przede wszystkim określenia: minimalnej wielkości zamówienia, obligatoryjności lub nieotworzenia rachunku, wysokości prowizji, która może być uzależniona od wartości nominalnej instrumentów i być przedmiotem negocjacji, terminu przelania środków, czasu przyjmowania zleceń.

3. ORGANIZACJA RYNKU OBLIGACJI SKARBOWYCH

Obligacje skarbowe emitowane przez Skarb Państwa, w imieniu którego występuje Ministerstwo Finansów to instrumenty dłużne o terminie wykupu powyżej 1 roku. Obligacje skarbowe są zróżnicowane, występują obligacje: aktywne i pasywne, czyli podlegające obrotowi na rynku wtórnym lub nie, o oprocentowaniu stałym lub zmiennym, detaliczne lub hurtowe. Zgodnie ze strategią zarządzania długiem publicznym, biorąc pod uwagę wzrost potrzeb pożyczkowych rynek obligacji skarbowych rozwija się. Obligacje o charakterze rynkowym, mające największy udział w strukturze zadłużenia, sprzedaje się w trybie przetargów organizowanych dla dealerów skarbowych papierów wartościowych (DSPW), natomiast rynkowe obligacje detaliczne sprzedaje PKO BP SA. W ramach struktury rynku długoterminowych instrumentów skarbowych głównym instrumentem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa były instrumenty o stałym oprocentowaniu, podobnie jak ma to miejsce w krajach strefy euro (*Rozwój systemu...*, 2009, s. 199).

Obrót wtórny obligacjami jest zorganizowany w postaci trzech rynków: rynku nieregulowanego OTC, platformie elektronicznej MTS Poland i Giełdzie Papierów wartościowych. Większość transakcji w Polsce, podobnie jak w większości krajów EU odbywała się na rynku nieregulowanym OTC (pozagiełdowym) za pośrednictwem terminali Reuters Dealing Direct lub brokerów głosowych, ponieważ (*Rozwój systemu...*, 2004, s. 172; *Rozwój systemu...*, 2005, s. 41; *Rozwój systemu...*, 2009, s. 205): charakteryzowały go niższe koszty obrotu, brak obowiązkowego pośrednictwa biur maklerskich w przypadku banków niebędących bezpośrednimi uczestnikami giełdy, opłat giełdowych i CeTO (prowizje), banki są niechętne do ujawniania klientom i partnerom transakcji pełnych informacji o kosztach nabycia i sprzedaży obligacji (mniejsza przejrzystość cenowa), na rynku pierwotnym właśnie banki są nabywcami, a następnie to one organizują obrót. Ponadto większa płynność rynku nieregulowanego umożliwiała realizację dużych zleceń przy mniejszym wpływie na ceny niż na rynku elektronicznym i w ramach rynku wtórnego występuje specjaliza-

cja, gdzie transakcje inwestorów instytucjonalnych zawierane są na rynku nieregulowanym i elektronicznym, a inwestorzy indywidualni są uczestnikami rynku giełdowego. Można też zauważyć, że duża płynność rynku międzybankowego zwiększa jego atrakcyjność dla dużych inwestorów oraz obniża koszty inwestowania (patrz tab. 1).

Tabela 1

Udział poszczególnych rynków w obrotach obligacjami skarbowymi (w %)

Rok	Rynek nieregulowany	GPW	MTS Poland*	Transakcje prowadzone w ramach operacji otwartego rynku NBP
1998	92,5	6,40	1,10	–
1999	95,6	4,20	0,20	–
2000	97,6	1,80	0,10	0,5
2001	98,0	0,60	0,00	1,4
2002	94,2	0,20	5,00	0,6
2003	94,1	0,40	5,40	0,1
2004	96,3	0,20	3,10	–
2005	95,7	0,10	4,20	–
2006	95,7	0,10	4,20	–
2007	96,9	0,00	3,00	–
2008	98,0	0,10	1,90	–
2009	97,3	0,10	2,70	–
2010	96,3	0,02	3,71	–

* Do listopada 2004 r. Elektroniczny Rynek SPW (skarbowych papierów wartościowych). Równoległe z MTS Poland na MTS-CeTO funkcjonuje też rynek RPW CeTo. Transakcje obligacjami skarbowymi na tym rynku są sporadyczne.

W 2009 właściciel platformy elektronicznej zmienił nazwę z MTS-CeTO SA na BondSpot SA. Nastąpiła zamiana nazwy z MTS Poland na Treasury BondSpot Poland. Jest to hurtowy rynek obrotu obligacjami skarbowymi i bonami skarbowymi.

Źródło: *Rozwój systemu...*, 2005–2012.

Utworzenie elektronicznej platformy obrotu miało na celu: poprawę wyceny papierów instrumentów finansowych, zwiększenie płynności, zwiększenie przejrzystości obrotu usprawnienie rozliczeń transakcji. Jednak nadal widoczne są bariery rozwoju tego rynku w postaci: stosunkowo wysokich marż transakcyjnych⁵. Ważnym uczestnikiem rynku obligacji skarbowych są banki komercyjne.

⁵ Różnice między kwotowaną rentownością *bid i offer*: *Rozwój systemu...*, 2005, s. 174.

4. SKARBOWE INSTRUMENTY DŁUŻNE JAKO PRZEDMIOT INWESTYCJI BANKOWYCH

Finansowanie zadłużenia Skarbu Państwa w istotnym stopniu dokonuje się poprzez skarbowe instrumenty dłużne. Można zauważyć zróżnicowanie w odniesieniu do poziomu tego zadłużenia. Obligacje skarbowe zajmują w tym finansowaniu ważniejszą pozycję niż bony skarbowe (patrz tab. 2, 6–7.). Znaczenie obligacji, zwłaszcza tych rynkowych rośnie, a bonów skarbowych maleje w okresie stabilizacji natomiast w sytuacji braku stabilności na rynkach finansowych tendencja ta ulega odwróceniu. Spadek znaczenia bonów skarbowych w finansowaniu potrzeb państwa był rezultatem dobrej sytuacji budżetowej i realizacji przyjętej strategii zarządzania długiem publicznym, zakładającej wydłużenie jego *duration*, w celu zwiększenia okresu zapadalności długu i ograniczenia ryzyka re-finansowania. W ramach strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych zakładano m.in. ograniczanie liczby emisji oraz zwiększanie ich pojedynczej wartości. Ograniczanie roli bonów skarbowych w finansowaniu zadłużenia Skarbu Państwa powinno wynikać z konieczności utrzymywania deficytu budżetowego na niskim i stabilnym poziomie.

Tabela 2

Zadłużenie Skarbu Państwa w latach 2006–2010 (według stanów na koniec okresów; w mld zł)

Wyszczególnienie	2006	2007	2008	2009	2010
Zadłużenie Skarbu Państwa	478,5	501,5	569,9	631,5	701,9
Zadłużenie krajowe	352,3	380,4	420,2	462,8	507,0
Dług z tytułu papierów skarbowych	350,5	380,2	419,4	462,4	507,0
1. Bony skarbowe*	25,8/7,4	22,6/6,3	50,4/13,7	47,5/10,3	28,0/5,5
2. Obligacje skarbowe*	324,7/92,6	357,6/94,1	369,0/88	414,9/89,7	479,0/94,5
2.1. Obligacje rynkowe	317,0	350,9	360,8	405,4	471,3
2.2. Obligacje oszczędnościowe	7,2	6,3	7,9	9,3	7,6
2.3. Obligacje nierynkowe	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1

* Druga pozycja oznacza udział w strukturze.

Źródło: obliczenia własne na podstawie: *Rozwój systemu...*, 2009–2012.

Analizując informacje zawarte w tab. 2 można zauważyć, że dominującą pozycję w tej strukturze odgrywają obligacje skarbowe, których udział w badanym okresie (2006–2010) wynosi między 88 a 95%. Natomiast udział bonów skarbowych kształtował się na poziomie między 5,5 a 13,7%. Spośród różnych

rodzajów obligacji skarbowych główna pozycja w tej strukturze należała do obligacji rynkowych. Dominacja obligacji skarbowych na krajowym rynku instrumentów dłużnych wynikała ze skali potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa i niskiego stopnia rozwoju pozostałych segmentów. Tymczasem w strefie euro udział obligacji skarbowych w okresie nasilenia kryzysu był wyższy i wyniósł w 2008 r. ok. 40% (*Rozwój systemu...*, 2008, s. 198).

W okresie 2008–2010 następowało stopniowe zwiększanie płynności na rynku obligacji skarbowych, o czym świadczył poziom wskaźnika płynności, czyli iloraz średnich miesięcznych obrotów obligacji i średnich miesięcznych wartości obligacji będących w posiadaniu inwestorów. Wyższa płynność obligacji skarbowych powiązana z wyższą wartością w obiegu może spowodować wzrost zainteresowania dużych inwestorów, co wpłynie pozytywnie na koszty zakupu.

Na rynku skarbowych instrumentów dłużnych, spośród różnych inwestorów dużą aktywnością wykazywały się banki. W odniesieniu do instrumentów finansowych banki mogą realizować różnego rodzaju funkcje. Ich rola może polegać na dostarczaniu kapitału emitentom, czyli występowaniu w roli inwestora. Mogą także realizować związane z tymi instrumentami usługi w zamian za wynagrodzenie, zazwyczaj w postaci prowizji. Banki są również aktywne przy procesach emisji i ich rozliczaniu, mogą także organizować rynek wtórny. Ze względu na pełnione funkcje operacje bankowe dzielone są na dwa rodzaje: inwestycje bankowe w papiery wartościowe na własny rachunek oraz operacje przeprowadzane na zlecenie klientów (zob. także: *Miklaszewska*, 2010, s. 186). Przychody z inwestycji banków w instrumenty finansowe o charakterze dłużnym stanowią istotne źródło dochodów w badanym okresie, wynoszące 11–14% (patrz tab. 3).

Tabela 3

Przychody sektora bankowego wynikające z instrumentów dłużnych, kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw (mln zł)

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	%	%	%
Przychody ogółem	58 094	55 585	57 212	100	100	100
Instrumenty dłużne	6 481	7 179	7 900	11	13	14
Kredyty dla gospodarstw domowych	27 079	29 114	30 091	47	52	53
Kredyty dla przedsiębiorstwa	14 125	11 743	11 437	24	21	20

Źródło: obliczenia własne na podstawie: *Raport o sytuacji...*, 2011.

Uważa się powszechnie, że inwestycje bankowe w instrumenty finansowe stanowią rodzaj operacji alternatywnych wobec kredytowania sektora otwartego. Jednak nie można przyjąć bezkrytycznie tego założenia. Udzielanie kredytów łączy się z analizą zdolności kredytowej, której posiadanie stanowi warunek

podstawowy. W przypadku gdy banki nie znajdują odpowiednich kredytobiorców poszukują innych sposobów lokowania kapitału, jeden z nich stanowią właśnie operacje w instrumenty dłużne, interesujące ze względu na potencjalnie niższy poziom ryzyka od innych możliwości na rynku finansowym. Instrumenty dłużne stanowią istotną pozycję w portfelu papierów wartościowych sektora bankowego. W okresie 2007–2010 widoczny był wzrost wartości portfela papierów wartościowych, zwłaszcza instrumentów dłużnych, ale w latach 2008–2010 udział w tym portfelu bonów skarbowych malał. Oprócz obligacji skarbowych i bonów skarbowych ważną rolę odgrywają w nim także bony pieniężne, których w od 2009 do 2010 r. było więcej niż bonów skarbowych.

Tabela 4

Instrumenty dłużne w portfelu papierów wartościowych banków 2007–2010 (mln zł)

Wyszczególnienie	12.2007	12.2008	12.2009	12.2010
Ogółem	135 641	180 924	211 355	230 554
Kapitałowe	1 443	1 037	6 030	2 304
Dłużne	134 020	179 750	204 923	228 248
Bony pieniężne	7 756	10 198	40 951	74 621
Obligacje NBP	8 037	8 145	0	0
Bony skarbowe	11 436	36 941	31 807	15 871
Obligacje skarbowe	92 895	109 970	117 484	126 747
Pozostałe	13 897	14 498	14 682	15 809
Pozostałe	178	137	402	104

Źródło: *Raport o sytuacji...*, 2011, s. 27.

Banki podejmując decyzje o zakupie instrumentów finansowych kierują się opłacalnością inwestycji⁶, płynnością i ryzykiem. Inwestycje w tego rodzaju przedsięwzięcia były interesującą lokatą ze względu na ich płynność i niskie ryzyko. Bony skarbowe i obligacje w portfelach banków dają możliwość sprzedaży w momencie potrzeby zamiany rezerw na środki pieniężne. Lokata przynosząca zysk nawet minimalnie wyższy od poniesionych kosztów zapewniająca płynność stanowi także sposób zagospodarowania środków pieniężnych pozyskanych od depozytariuszy.

Banki przeprowadzają operacje pośredniczące na rzecz klientów związane z instrumentami finansowymi. Te operacje są realizowane przez bankowe biura

⁶ Widoczne jest w tym przypadku zróżnicowanie rentowności między bonami pieniężnymi i skarbowymi. Często bony pieniężne były wyżej oprocentowane niż bony skarbowe, co wynikało z celów emisji tych instrumentów.

maklerskie oraz w ramach bankowych stanowisk obsługi klienta. Największe znaczenie ma obrót instrumentami dłużnymi, które zazwyczaj są emitowane na okaziciela, co daje możliwość upłynnienia przed okresem zapadalności. Cena sprzedaży zależy od obecnej stopy procentowej i przewidywań, co do jej kształtowania się w przyszłości. Za pośrednictwo w odsprzedaży instrumentów skarbowych banki pobierają prowizję, ponadto zarabiają dzięki temu, że kupują taniej, a sprzedają drożej. Dodatkową korzyść stanowią prowizje pobierane za realizację przelewów. Ponadto banki mogą wykorzystać moment dokonania przelewów do krótkookresowego dysponowania środkami klientów. Banki w związku z tymi instrumentami mogą także pełnić funkcje zarządzania portfelem papierów wartościowych. Tego typu działalność jest prowadzona zazwyczaj na rzecz dużych przedsiębiorstw lub zamożnych klientów indywidualnych⁷. Niewątpliwie banki należą do głównych inwestorów na rynku bonów skarbowych. Ich udział w strukturze nabywców wahał się od poziomu 50,8% w 2007 r. do 75,6% w roku 2008 (tab. 5).

Tabela 5

Struktura nabywców bonów skarbowych według stanu zadłużenia na koniec okresów

Udział poszczególnych grup podmiotów	2007	2008	2009	2010
Banki	50,8	75,6	68,9	56,8
Fundusze emerytalne	11,0	2,0	1,1	6,2
Zakłady ubezpieczeniowe	3,8	4,1	5,3	4,1
Podmioty niefinansowe	3,4	3,2	2,7	2,9
Osoby fizyczne	1,4	2,5	0	0
Inwestorzy zagraniczni	0,1	1,2	6,9	12,5
Fundusze inwestycyjne	10,4	4,3	5,6	8,9
Inne podmioty	19,1	7,1	9,2	8,6

Źródło: *Rozwój systemu...*, 2009, s. 170; 2011.

Obrót bonami skarbowymi dokonuje się na rynku pierwotnym i wtórnym. Na rynku pierwotnym od 2003 bony skarbowe sprzedaje się wybranym bankom, DSPW oraz BGK, których działalność reguluje regulamin, określający ich obowiązki (*Regulamin pełnienia...*, 2006). Dealerzy⁸ są oceniani na podstawie kry-

⁷ Zazwyczaj za zarządzanie portfelem instrumentów dłużnych bank pobiera prowizję ok. 1%; Dobosiewicz, 2003, s. 343.

⁸ W 2012 r. funkcje DSPW pełniły: Barclays Bank plc, Bank Gospodarki Żywnościowej SA, Bank Handlowy w Warszawie SA, Bank Millennium SA, Bank Pekao SA, BRE Bank SA, Deutsche Bank Polska SA, Erste Group Bank AG, Goldman Sachs International, HSBC Bank plc, ING Bank Śląski SA, Kredyt Bank SA, PKO Bank Polski SA, Societe Generale SA oddział w Polsce.

teriów kwalifikacyjnych Indeksu Aktywności Dealerskiej. W 2006 r. do konkursu na pełnienie funkcji DSPW po raz pierwszy przystąpiły banki zagraniczne, dzięki czemu skarbowe instrumenty mogły być nabywane na rynku pierwotnym przez nie rezydentów. Bony skarbowe były sprzedawane w ramach cotygodniowych przetargów poprzez tzw. amerykańską aukcję, gdzie emitent wyznacza minimalną cenę. NBP pełnił rolę organizatora przetargów, a także agenta emisji, prowadził także system depozytowo-rozrachunkowy. Bony skarbowe jako instrumenty krótkoterminowe cieszyły się ich większym zainteresowaniem w okresie braku stabilności. Tymczasem Otwarte Fundusze Emerytalne i fundusze inwestycyjne zmniejszyły swoje zaangażowanie w bony skarbowe na rzecz obligacji. Natomiast podmioty zagraniczne powiększyły swój udział w rynku m.in. z powodu ich wysokiej rentowności. Głównymi uczestnikami rynku wtórnego były banki krajowe.

Udział bonów w finansowaniu deficytu budżetowego zmieniał się w zależności od sytuacji. Istotnym uwarunkowaniem tego segmentu była stabilność rynków finansowych i finansów państwa. Teoretycznie rola instrumentów krótkoterminowych rośnie w sytuacjach napięć budżetowych i gdy polityka fiskalna jest niepewna. Zmniejszenie obrotów występuje wtedy, gdy obecne są oczekiwania na spadek stóp procentowych. Im większa stabilność i przejrzystość polityki fiskalnej oraz im mniejsza zmienność cen papierów wartościowych, tym mniejsze zainteresowanie instrumentami o krótkim okresie zapadalności (C z e c h o w s k a, 2007, s. 170–179). Od 2004 do 2008 r. udział bonów zmniejszał się na rzecz obligacji skarbowych (patrz tab. 6–7). Sytuacja zmieniła się od drugiego kwartału 2008 r., wówczas zadłużenie z tytułu emisji bonów skarbowych zaczęło dynamicznie rosnąć, podobnie jak w strefie euro. W tym roku początkowo poprawa sytuacji płatniczej państwa ograniczała potrzebę emisji tych instrumentów, ale zwiększanie presji inflacyjnej, a także wzrost stóp procentowych spowodowały wzrost zainteresowania instrumentami krótkoterminowymi. Emitent powiększył ofertę również ze względu na wzrost krótkoterminowych potrzeb płatniczych państwa i ograniczanie aktywności inwestorów zagranicznych na rynku obligacji skarbowych. Globalny kryzys spowodował spowolnienie rozwoju gospodarczego i niepewność realizacji budżetu państwa w długim okresie (*Rozwój systemu...*, 2009, s. 168–169).

W 2009 r. nadal występowały skutki kryzysu na rynkach finansowych. Na zwiększenie emisji bonów skarbowych w pierwszym półroczu tego roku wpływały: zmienność cen instrumentów finansowych, deprecjacja złotego i łączący się z tym ograniczony popyt na obligacje skarbowe oraz osłabienie tempa rozwoju polskiej gospodarki i wzrost deficytu budżetowego. Druga połowa roku 2009 przyniosła stabilizację i nastąpił stopniowy spadek emisji bonów. W listopadzie i grudniu emitent, Minister Finansów, nie zorganizował przetargów. Na zmniejszenie zadłużenia Skarbu Państwa z tytułu bonów skarbowych wpłynęły wzrost sprzedaży obligacji skarbowych i finansowanie przez międzynarodowe instytucje finansowe (*Rozwój systemu...*, 2010, s. 164). W 2009 r. Ministerstwo Finansów

także realizowało wykup bonów skarbowych przed terminem ich zapadalności. W 2010 r. znaczenie bonów skarbowych jako instrumentu finansowania potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa malało. Konsekwencją poprawy sytuacji i spadku awersji do ryzyka na rynkach finansowych było zwiększone zainteresowanie inwestorów instrumentami o dłuższym okresie zapadalności.

Zgodnie ze strategią zarządzania długiem sektora finansów publicznych (*Strategia zarządzania...*, 2009) w latach 2010–2012 następowało ograniczanie skali emisji bonów skarbowych po to, aby ograniczyć ryzyko refinansowania długu za pomocą wydłużenia terminów zapadalności. W grudniu 2010 r. ministerstwo nie przeprowadziło przetargów tych instrumentów. Także w roku 2010 realizowano przedterminowy wykup bonów skarbowych. W roku 2010 udział bonów skarbowych w zadłużeniu Skarbu Państwa obniżył się do 5,5%. Tymczasem w strefie euro zadłużenie z tego tytułu utrzymywało się na poziomie kilkunastu procent i w roku 2010 wynosiło 12,2% (patrz tab. 6–7; *Rozwój systemu...*, 2012. s. 166).

Tabela 6

Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa na rzecz krajowego sektora bankowego w latach 2004–2011 (w mld zł)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa	291,7	315,5	352,3	380,4	420,2	462,5	507,0	514,3
Udział krajowego sektora bankowego w zadłużeniu krajowym Skarbu Państwa								
Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa	85,8	75,0	80,6	87,9	135,6	146,0	130,5	110,3
Dług z tytułu SPW	81,5	71,7	79,0	87,9	135,6	146,0	130,5	110,3
Rynkowe SPW	77,1	71,2	78,6	87,5	135,3	145,8	130,4	110,3
Bony skarbowe	19,5	9,8	10,8	11,5	38,1	32,7	15,9	7,0
Nierynkowe SPW	4,3	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1	0,0
Pozostałe zadłużenie krajowe SP	4,3	3,3	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Udział krajowego sektora pozabankowego w zadłużeniu krajowym Skarbu Państwa								
Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa	143,6	171,5	197,3	218,1	228,7	234,7	248,2	249,7
Dług z tytułu SPW	143,1	171,3	197,1	217,8	227,9	225,4	240,6	242,7
Rynkowe SPW	134,1	162,7	189,9	211,5	220,1	225,4	240,6	242,7
Bony skarbowe	27,2	14,4	15,1	11,1	11,7	11,5	8,6	3,2
Nierynkowe SPW	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zadłużenie krajowe SP	0,5	0,2	0,2	0,2	0,8	0,3	0,0	10,4

Tabela 7 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Udział inwestorów zagranicznych w zadłużeniu krajowym Skarbu Państwa								
Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa	21,4	21,8	21,1	19,6	13,3	17,7	25,3	30,0
Dług z tytułu SPW	21,7	22,1	21,2	19,6	13,3	18,0	25,7	30,4
Rynkowe SPW	22,8	22,8	21,7	19,9	13,6	18,1	25,7	30,4
Bony skarbowe	0,6	1,1	0,0	0,1	1,2	6,9	12,5	14,4
Nierynkowe SPW	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zadłużenie krajowe SP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

SPW – skarbowe papiery wartościowe.

Źródło: obliczenia własne na podstawie: *Dług publiczny...*, 2007, 2009, 2012.

Informacje zawarte w tab. 6 i 7 wskazują na to, że banki odgrywają istotną rolę w finansowaniu zadłużenia Skarbu Państwa. Ich udział waha się w badanym okresie (2004–2011) od poziomu 21,5 do 32,3%. W latach 2008–2011 widoczna jest tendencja spadkowa dotycząca tego udziału, natomiast rośnie rola w tym obszarze inwestorów zagranicznych z poziomu 13,3 do 30% w latach 2008–2011. Ten fakt można pozytywnie interpretować jako wzrost zaufania podmiotów zagranicznych do skarbowych instrumentów dłużnych w Polsce.

5. PODSUMOWANIE

Celem niniejszego opracowania było wykazanie, że banki są aktywne na rynku skarbowych instrumentów dłużnych, bonów i obligacji skarbowych oraz ukazanie przesłanek i dylematów tej aktywności. Skarbowe instrumenty dłużne stanowią ważny z punktu widzenia finansowania zadłużenia Skarbu Państwa instrument. Wśród liczącej się grupy inwestorów znajdują się banki komercyjne, które dążąc do maksymalizacji zysku przy minimalizacji kosztów i ryzyka często angażują się na tym rynku. Rozważania zawarte w niniejszym opracowaniu umożliwiają stwierdzenie, że powyższa aktywność jest zmienna i zależy w dużym stopniu od koniunktury na rynkach finansowych. Należy oczekiwać, że banki wciąż będą kupować i sprzedawać powyższe instrumenty, a przez to wpływać na zaspakajanie potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa, co oznacza, że istnienie bonów i obligacji skarbowych w polskich realiach można traktować jako przynoszące pozytywne efekty finansowe. Pamiętając o kontrowersjach, można zwrócić uwagę, że pojawia się w środowisku finansowym dylemat, czy zaangażowanie banków komercyjnych w skarbowe instrumenty dłużne nie powoduje ograniczenia akcji kredytowej skierowanej do sektora niefinansowego, oraz występują

wątpliwości, czy inwestycje bankowe mogą być dobrze oceniane przez pryzmat rozwoju polskiej gospodarki. Dokonany przegląd i charakterystyka skarbowych instrumentów dłużnych nie wyczerpują złożoności badanego zagadnienia. I choć w polskiej literaturze pojawia się coraz więcej opracowań na ten temat, to nadal odczuwa się niedosyt w tym zakresie, co utwierdza w przekonaniu, że interesujące byłoby prowadzenie pogłębionych badań i objęcie analizą np. udziału inwestorów zagranicznych w zadłużeniu Skarbu Państwa i wynikających z tego implikacji na tle analogicznych rozwiązań w innych krajach Unii.

BIBLIOGRAFIA

- Czechowska I. D. (2007), *Banki w roli instytucji zajmujących się organizacją rynku pierwotnego i obrotu wtórnego na rynku skarbowych instrumentów dłużnych*, [w:] *Harmonizacja rynków finansowych i Finansów przedsiębiorstw w skali narodowej i europejskiej*, A. Bogus, M. Wypych (red.), Difin, Warszawa.
- Dębski W. (2007), *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Diedríguez R. (2003), *Rynek pieniądza i papierów wartościowych*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa.
- Dług publiczny 2003. Aneks do Raportu Rocznego* (2004), Ministerstwo Finansów, Warszawa.
- Dług publiczny 2004. Aneks do Raportu Rocznego* (2005), Ministerstwo Finansów, Warszawa.
- Dług publiczny 2006. Aneks do Raportu Rocznego* (2007), Ministerstwo Finansów, Warszawa.
- Dług publiczny 2008. Aneks do Raportu Rocznego* (2009), Ministerstwo Finansów, Warszawa.
- Dług publiczny 2011. Aneks do Raportu Rocznego* (2012), Ministerstwo Finansów, Warszawa.
- Dobosiewicz Z. (2003), *Bankowość*, PWE, Warszawa.
- Instrumenty dłużne w gospodarce* (2010), D. Czechowska (red.), CeDeWu, Warszawa.
- Marchewka-Bartkowiak K. (2008), *Zarządzanie długiem publicznym*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Miklaszewska E. (2010), *Bank na rynku finansowym: Problemy skali, efektywności i nadzoru*, Oficyna Wolters Kluwer business, Kraków.
- Raport o sytuacji banków za rok 2007 r.* (2008), Urząd Komisji Nadzoru finansowego, Warszawa.
- Raport o sytuacji banków za rok 2010 r.* (2011), Urząd Komisji Nadzoru finansowego, Warszawa.
- Regulamin pełnienia funkcji Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych z dnia 8 sierpnia 2006* (2006), Ministerstwo Finansów, Warszawa.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2004* (2005), Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2005* (2006), Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2007* (2008), Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2008* (2009), Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009* (2010), Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010* (2012), Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002–2003* (2004), Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Rynek papierów wartościowych strefy euro* (2007), W. Przybylska-Kapuścińska (red.), Oficyna Wolters Kluwer business, Kraków.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2010–2012* (2009), Ministerstwo Finansów, Warszawa.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi* (2005), DzU, nr 183, poz. 1538, z późn. zm.

*Iwona D. Czechowska***DILEMMAS OF BANKS' ACTIVITY ON THE TREASURY DEBT MARKET**

Financial market offers various possibilities. One of its major elements are debt instruments, including the treasury debt instruments. They are important for the economy and its various participants, including the banking sector, because they attend primary and secondary markets. The presentation focuses on areas of bank's activity in the treasury debt instruments (bills) and T-bonds market. First, the significance of above issues is connected with the role of Treasury debt instruments (financing the needs of the state budget and enabling the surplus funds transfer between sectors). Secondly, the project seems to be highly attractive to potential investors. The study will involve the commercial banks participation in this market. Commercial banks will represent the whole banking sector institutions since the activity of cooperative banks in this area is limited. The work will be placed in the context of public debt financing and will refer to two types of instruments: treasury bills and bonds. While dealing with debt instruments, it is necessary to concentrate on their essence, diversity, emission targets and potential investors. Then, referring to the role of banks in this market it is highly recommended to notice their activity in the primary and secondary market. The work consists of three parts. In the first one, there are introduced treasure bills as debt instruments and as a way of banking investment. The second part shows specification and banks' activity in the financial market segment and the last part describes the usage of treasury bills and bonds by the banking sector.