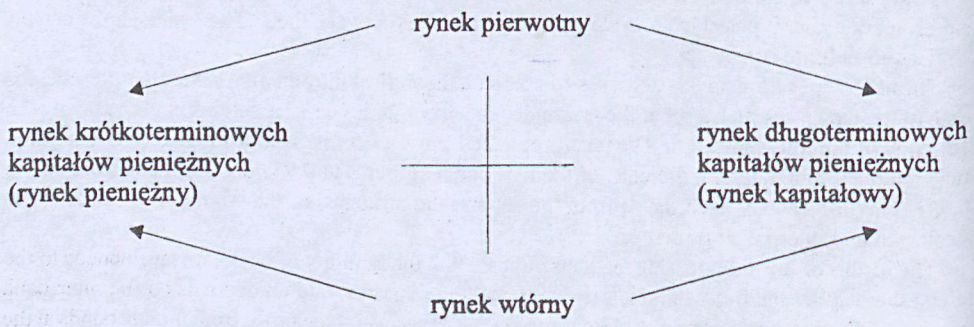
Kamilla Marchewka

Organizacja rynku pierwotnego bonów skarbowych

1. Wprowadzenie

Rynek krótkoterminowych papierów wartościowych zaliczany jest do struktury rynku kapitałów pieniężnych lub też rynku finansowego jako jeden z istotnych jego segmentów w każdym niemal kraju. Krótkoterminowość w tym wypadku wiąże się z teoretycznie przyjętym podziałem na instrumenty o terminach zapadalności do i powyżej jednego roku. W związku z tym papiery krótkoterminowe określa się często jako walory rynku pieniężnego lub krótkoterminowych kapitałów pieniężnych, gdzie maksymalny okres ich „żywotności" na rynku wynosi 1 rok. Oprócz powyższej klasyfikacji „pionowej" rynku stosuje się również podział „poziomy", związany z obrotem papierami wartościowymi na rynku pierwotnym, gdzie odbywają się transakcje z udziałem emitenta i inwestorów oraz wtórnym, dotyczącym dalszego obrotu pomiędzy inwestorami (schem. 1).

Schemat 1. Podział rynku papierów wartościowych ze względu na termin zapadalności instrumentu oraz rodzaj podmiotów uczestniczących w transakcji



Źródło: Opracowanie własne.

Niniejsze opracowanie dotyczyć będzie rynku pierwotnego jednego z najpopularniejszych papierów wartościowych rynku pieniężnego, czyli bonów skarbowych.

2. Początki organizacji rynku pierwotnego bonów skarbowych

Bony skarbowe charakteryzowane są jako państwowe papiery wartościowe, potwierdzające zobowiązanie rządu do spłaty zaciągniętego krótkoterminowego kredytu.

Początki emisji bonów skarbowych sięgają nawet XIX wieku, kiedy to w 1877 roku posłużono się tymi papierami pod zastaw pożyczki państwowej udzielonej przez społeczeństwo brytyjskie swojemu rządowi. Lata trzydzieste XX wieku to kolejny etap rozwoju rynku tych walorów. W Niemczech w 1933 roku wyemitowano tzw. bony podatkowe i weksle w celu tworzenia nowych miejsc pracy. Ten okres to również początki aukcji bonów skarbowych w Stanach Zjednoczonych, gdzie stały się one jedną z najpopularniejszych form zdobywania środków pieniężnych przez rząd. USA stały się najbardziej rozwiniętym rynkiem tych papierów wartościowych na świecie.

Rządy kolejnych krajów zaczęły również interesować się tym instrumentem. W latach sześćdziesiątych pierwsze emisje pojawiły się m.in. we Włoszech (1962 r.), we Francji (1963 r.) oraz w Nowej Zelandii (1969 r.). Jednakże największa popularność bonów skarbowych przypada na lata osiemdziesiąte i dziewięćdziesiąte. W 1982 roku Szwedzki Urząd Długu Państwowego zdecydował się na wyemitowanie tego instrumentu. W 1988 roku pierwsze emisje bonów z zapadalnością od 35 do 182 dni pojawiły się w Irlandii, a pierwsze pasywne odmiany bonów skarbowych pojawiły się w Austrii. Okresem przełomowym był rok 1989, kiedy to rządy krajów Europy Środkowowschodniej, po przejściu tych państw na gospodarkę rynkową, stanęły przed koniecznością zaciągnięcia pożyczki państwowej. Jedną z jej form stały się właśnie bony skarbowe.

Analiza historii emisji bonów skarbowych może dostarczyć wielu informacji dotyczących przede wszystkim potrzeb kredytowych rządów poszczególnych krajów w danym okresie, jak również struktury i wielkości zadłużenia w krótkoterminowych papierach wartościowych. Wiadomości o wykorzystaniu tego instrumentu w USA oraz krajach Europy Zachodniej przyczyniły się do zastosowania podobnych rozwiązań w krajach zaliczanych do tzw. emerging markets, czyli rynków wschodzących (tabela 1 i 2). Przyczyna emisji oraz jej wielkość uzależnione były zawsze od celu, jaki stawiał sobie rząd.

3. Cel emisji bonów skarbowych

Jak wynika z powyższej definicji bonów skarbowych, podstawową przyczyną emisji tych walorów są potrzeby pożyczkowe rządu. Ze specyfiki tych papierów wartościowych można również wnioskować, iż jest to kredyt krótkoterminowy. Emisja zatem związana jest z występowaniem niedoborów budżetowych, a więc

z deficytem budżetu państwa. Z założenia więc ten niedobór powinien mieć charakter krótkotrwały, a wykorzystanie bonów skarbowych powinno być traktowane w sposób doraźny. Jednakże w wielu krajach stale występujący deficyt był pokrywany coraz to nowymi emisjami bonów skarbowych. Potrzeby zaś różnicowane były jedynie poprzez dobór różnych terminów zapadalności tych papierów. Taka sytuacja doprowadziła do wysokiego zadłużenia w bonach skarbowych. Każda kolejna ich emisja związana była z finansowaniem wykupu poprzedniej transzy, co doprowadziło do tego, iż bony skarbowe stały się źródłem finansowania długu publicznego poprzez tzw. rolowanie emisji. Potrzeby krótkoterminowe stały się więc długoterminowymi, a raczej permanentnymi. Pułapka zadłużeniowa w wielu krajach jest już faktem. Obecnie steruje się nią poprzez wydłużanie terminów zapadalności bonów skarbowych, aby zmniejszyć koszty odsetkowe. W niektórych także przypadkach rząd przechodzi na finansowanie wydatków za pomocą obligacji skarbowych, rezygnując z zadłużenia krótkoterminowego.

Z drugiej jednak strony istnieją kraje, które emitują bony skarbowe w celu zróżnicowania instrumentów rynku pieniężnego oraz umożliwienia sprawniejszego zarządzania środkami pieniężnymi przez różne podmioty. W ten sposób rząd, wykorzystując ich zerowe ryzyko kredytowe, pośrednio wpływa na swoje dochody, dając możliwości rozwoju rynkowi finansowemu oraz zarządzania płynnością wielu podmiotom (również zagranicznym).

Głównym inwestorem na rynku pieniężnym są banki komercyjne. Zainteresowanie bonami skarbowymi występuje również ze strony banku centralnego. Powoduje to, iż omawiane papiery wartościowe służą także do regulacji płynności systemu bankowego. Bony skarbowe stanowią podstawowy instrument obrotu na rynku międzybankowym (transakcje repo, transakcje spekulacyjne). Stopa ich dochodowości odgrywa bardzo ważną rolę w strukturze stóp procentowych rynku pieniężnego, mogą one służyć jako zastaw pod różnego rodzaju kredyty w banku centralnym, jak również stanowią instrument stosowany w operacjach otwartego rynku banku centralnego.

Widać zatem, iż zakres wykorzystania głównych cech bonów skarbowych jest bardzo szeroki. W zależności jednak od sytuacji w danym kraju różne cele emisji tych walorów stanowią priorytet dla rządu.

4. Organizacja sprzedaży bonów skarbowych

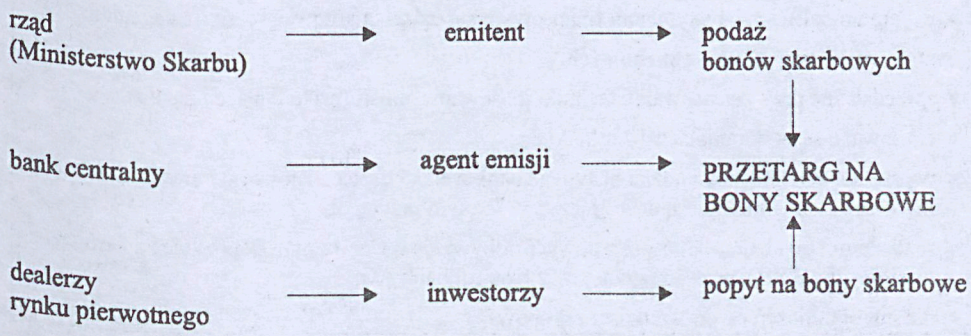
Bony skarbowe najczęściej są papierami dyskontowymi, gdzie dyskonto stanowi różnicę pomiędzy wartością nominalną, po której emitent je wykupi w dniu zapadalności, a ceną rynkową.

Zaletą tych walorów jest ich zazwyczaj duże zróżnicowanie rodzajowe. W poszczególnych krajach można zauważyć różne okresy wykupu bonów skarbowych,

od bardzo krótkich (kilkudniowych), sprzedawanych zazwyczaj w tzw. emisjach specjalnych, aż po maksymalnie jednoroczne lub czasami nawet dwuletnie. Taka różnorodność gwarantuje elastyczność w doborze papierów do poszczególnych emisji, aby dawały gwarancje osiągnięcia założonego przez rząd celu oraz uniknięcia kolizji z innymi emisjami, zwiększając zadłużenie w danym okresie. Kilka terminów zapadalności bonów skarbowych to również spore ułatwienie zarządzania płynnością dla inwestorów. Jednakże w tym wypadku podstawową korzyścią tych walorów jest zazwyczaj bardzo dobrze rozwinięty rynek wtórny oraz zdematerializowana ich postać. Dzięki temu podmioty lokujące w bony skarbowe nie muszą czekać do dnia ich wykupu, ale mogą je zbyć w każdej chwili w razie potrzeby.

Sprzedaż bonów skarbowych odbywa się na specjalnych przetargach (aukcjach), w których uczestniczą zazwyczaj trzy kategorie podmiotów (schem. 2).

Schemat 2. Organizacja emisji bonów skarbowych



Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 1. Emisja bonów skarbowych w krajach należących do OECD

Anglia
Rodzaj bonów skarbowych
• najczęściej o terminie zapadalności 91 i 182 dni.
Cel emisji
• umożliwienie zainteresowanym podmiotom zarządzania wolnymi środkami kapitałowymi;
• pokrycie potrzeb pożyczkowych rządu.
System sprzedaży bonów skarbowych
• sprzedawane są z dyskontem na przetargach przez agenta emisji, czyli Bank Anglii, techniką wielu cen (multiple price auction), tzn. za zaakceptowaną na przetargu ofertę inwestor płaci cenę, jaką złożył w swojej ofercie;
• aukcje odbywają się w piątki lub w ostatni dzień roboczy tygodnia;
• minimalna wartość zlecenia zakupu wynosi 50 tys. funtów;

cd. tab. 1

• ewidencję zapisów księgowych bonów skarbowych prowadzi The Central Money Markets Office; • rynek otwarty jest dla wszystkich inwestorów, dominują jednak dealerzy rynku pierwotnego (18 podmiotów), głównie tzw. domy dyskontowe – instytucje finansowe charakterystyczne dla rynku brytyjskiego.
Austria
Rodzaj bonów skarbowych • 1, 3, 6, 9 i 12-miesięczne; • należące do instrumentów pasywnych: – o zapadalności do 1 roku (Bundesschatzscheine) z możliwością zawarcia prolongaty do 10 lat, – o zapadalności 1 roku (Geldmarkt-Rahmen- Bundesschatzscheine), z możliwością zawarcia umowy prolongaty do 8 lat, – o zapadalności 3 miesięcy (Eskontfahige Bundesschatzscheine) z możliwością prolongat. **Cel emisji** • w celu umożliwienia instytucjom finansowym zarządzania gotówką (cash management). **System sprzedaży bonów skarbowych** • sprzedawane przy zastosowaniu techniki plasowania emisji (private placement); • emitowane są w nominałach 10 mln ATS; • w przetargach brać mogą udział instytucje bankowe i ubezpieczeniowe, nie muszą mieć statusu markera, a także nie muszą uczestniczyć w każdym przetargu; • rozliczenie i ewidencja bonów skarbowych odbywa się w Centralnym Depozycie Papierów Wartościowych (WSB), prowadzynym przez Kontrollbank AG; • nie ma ograniczeń co do wielkości zakupów.
Belgia
Rodzaj bonów skarbowych • 1, 2, 3, 6, 9, 12-miesięczne w walutach każdego z krajów należących do OECD – program sprzedaży wielowalutowych belgijskich bonów skarbowych (Treasury certificates). **Cel emisji** • finansowanie potrzeb kredytowych państwa. **System sprzedaży bonów skarbowych** • bony sprzedawane są na przetargach odbywających się w każdy wtorek; • wartość zlecenia musi stanowić wielokrotność 1 miliona franków belgijskich, przy czym minimalna wartość zlecenia wynosi 10 mln franków; • bezpośrednimi uczestnikami przetargów są dealerzy rynku pierwotnego, którzy oprócz pośrednictwa w nabywaniu skarbowych papierów wartościowych zajmują się także ich promocją oraz są odpowiedzialni za płynność tych instrumentów na rynku wtórnym.
Dania
Rodzaj bonów skarbowych • 3, 6, 9-miesięczne (Statkammerbeviser).

cd. tab. 1

Cel emisji

- finansowanie deficytu budżetowego;
- instrument regulowania płynności w systemie bankowym.

System sprzedaży bonów skarbowych

- sprzedawane na przetargach organizowanych przez bank centralny w kwartalnych odstępach;
- obwiązuje holenderski system sprzedaży, tzn. każdy uczestnik, którego oferta zakupu została przyjęta przez emitenta, płaci taką samą cenę jak pozostali nabywcy na danym przetargu;
- minimalna wartość transakcji wynosi 1 mln Dkr;
- do uczestnictwa w rynku dopuszczone są krajowe i zagraniczne instytucje finansowe, nie obowiązuje system dealerów rynku pieniężnego.

Francja

Rodzaj bonów skarbowych

- krótkoterminowe (BTFs) – 1, 3, 6, 9, 12-miesięczne;
- średnioterminowe (BTAN) – z terminem wykupu 2 i 5 lat.

Cel emisji

- pokrycie krótkoterminowych rządowych potrzeb finansowych.

System sprzedaży bonów skarbowych

- bony krótkoterminowe sprzedawane są na cotygodniowych, poniedziałkowych przetargach; bony średnioterminowe sprzedawane są na przetargach organizowanych w każdy trzeci czwartek miesiąca, dodatkowo emitent może sprzedawać bony o okresie wykupu od 4 do 7 tygodni, w zależności od bieżących potrzeb państwa;
- sprzedawane w systemie holenderskim;
- przetargi organizuje Wydział Przetargów Papierów Wartościowych Departamentu Skarbu Ministerstwa Gospodarki Francji;
- bezpośrednimi uczestnikami przetargów są wyłącznie podmioty krajowe; rolę market makerów pełni 18 pomiotów (banki depozytowe i przedsiębiorstwa kredytowe).

Irlandia

Rodzaj bonów skarbowych

- Exchequer Bills – z okresem zapadalności od 35 do 182 dni;
- Exchequer Notes – z okresem zapadalności od 7 do 120 dni.

Cel emisji

- finansowanie deficytu budżetowego;
- prowadzenie zarządzania środkami finansowymi;
- regulowanie płynności w sektorze bankowym.

System sprzedaży bonów skarbowych

- Exchequer Bills może nabyć ograniczona liczba inwestorów – instytucji finansowych, minimalna wartość zlecenia zakupu wynosi 50 000 funtów irlandzkich;

cd. tab. 1

• Exchequer Notes mogą nabywać wszystkie grupy inwestorów, minimalna wartość zlecenia wynosi 100 000 funtów irlandzkich, są kwotowane na irlandzkiej giełdzie papierów wartościowych.
Niemcy
Rodzaj bonów skarbowych
• 90 dni (Schatzwechsel);
• 6, 12, 18, 24-miesięczne (U – Schatze).
Cel emisji
• doraźnie wykorzystywane dla finansowania budżetu federalnego oraz prowadzenia polityki pieniężnej.
System sprzedaży bonów skarbowych
• agentem emisji jest Bundesbank, który może również zażądać od Federacji, aby wystawił bony skarbowe wówczas, gdy już istniejące papiery rynku pieniężnego nie wystarczają dla prowadzenia polityki otwartego rynku;
• sprzedawane na przetargach systemem wielokrotnych cen;
• na rynku bonów skarbowych uczestniczy około 110 banków i konsorcjów, wśród których niecałe 50 to afiliowane banki zagraniczne.
Nowa Zelandia
Rodzaj bonów skarbowych
• 3, 6, 12-miesięczne.
Cel emisji
• finansowanie deficytu budżetowego;
• zarządzanie środkami pieniężnymi;
• regulacja płynności aktywów w bankach.
System sprzedaży bonów skarbowych
• bony skarbowe może nabyć każdy inwestor;
• minimalna kwota zakupu bonów wynosi 10 000 NZ$;
• w sprzedaży stosuje się technikę aukcji z wieloma cenami tzw. multiple price auction, przetargi odbywają się regularnie, w każdym tygodniu;
• brak systemu dealerów rynku pierwotnego.
Stany Zjednoczone
Rodzaj bonów skarbowych
• 91, 180, 360-dniowe.
Cel emisji
• zaspokajanie potrzeb pożyczkowych rządu;
• finansowanie długu publicznego.
System sprzedaży bonów skarbowych
• sprzedawane są w systemie zdematerializowanym, na przetargach z zastosowaniem techniki wielu cen – multiple price auction;

cd. tab. 1

• raz w miesiącu odbywa się sprzedaż bonów 360-dniowych; w każdym tygodniu odbywają się aukcje bonów 180-dniowych, których emisja traktowana jest jako dodatkowa wartość emisji oryginalnych bonów 360-dniowych; również raz w tygodniu w poniedziałek odbywają się przetargi na bony 91-dniowe, których emisja jest traktowana jako dodatkowa wartość emisji bonów 180-dniowych; • uczestnicy przetargu mogą składać oferty konkurencyjne, z podaniem oferty cenowej i wartości nominalnej oraz oferty niekonkurencyjne; w przypadku ofert niekonkurencyjnych inwestor może złożyć zlecenie zakupu bonów o wartości przekraczającej 1 mln dolarów, cena w ofercie niekonkurencyjnej jest średnią ceną ustaloną na przetargu, na podstawie zaakceptowanych ofert konkurencyjnych; dodatkowym ograniczeniem jest zakaz jednoczesnego składania na tym samym przetargu na własne konto oferty konkurencyjnej i niekonkurencyjnej; minimalna wartość oferty zakupu jaką może złożyć inwestor na jednym przetargu wynosi 10 000 dolarów; • na rynku działa 37 licencjonowanych dealerów rynku pierwotnego.
Szwecja
Rodzaj bonów skarbowych • 3, 6, 12-miesięczne (Statsskuldvaxlar). **Cel emisji** • finansowanie deficytu budżetowego i długu publicznego. **System sprzedaży bonów skarbowych** • bony skarbowe może zakupić każdy podmiot zarówno krajowy, jak i zagraniczny; • sprzedawane są na przetargach organizowanych przez Urząd Długu Publicznego; • bezpośrednimi uczestnikami przetargów są podmioty posiadające odpowiednie zezwolenie wydawane przez organizatora przetargu; • przetargi odbywają się w co drugą środę miesiąca.
Włochy
Rodzaj bonów skarbowych • 3,6,12-miesięczne (Buoni Ordinari del Tesoro – BOT); • denominowane w ECU (Buoni Ordinari del Tesoro in ECU – BTE). **Cel emisji** • podstawowe źródło finansowania deficytu budżetowego. **System sprzedaży bonów skarbowych** • sprzedawane są na przetargach, gdzie stosowana jest technika wielokrotnej ceny sprzedaży, tzw. multiple price; istnieje możliwość składania ofert ze średnią ceną – tzw. ofert niekonkurencyjnych; w przypadku sprzedaży bonów denominowanych w ECU Ministerstwo Skarbu stosuje technikę jednolitej ceny sprzedaży, tzw. uniform price, nie istnieje wówczas możliwość składania ofert niekonkurencyjnych; • nominał bonów wynosi 5, 10, 50, 100, 500 mln, 1mld, 10 mld lirów; • na rynku działa około 25 dealerów rynku pierwotnego.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji uzyskanych w Departamencie Długu Publicznego Ministerstwa Finansów oraz z banków centralnych poszczególnych krajów.

Tabela 2. Emisja bonów skarbowych w krajach z grupy emerging markets

Bułgaria
Rodzaj bonów skarbowych • 91, 182, 364-dniowe. **Cel emisji** • źródło krótkoterminowego finansowania deficytu budżetowego. **System sprzedaży bonów skarbowych** • sprzedawane na przetargach w każdy poniedziałek miesiąca; • technika przetargu obejmuje dwa typy: konkurencyjny i niekonkurencyjny; w czasie aukcji pierwszego typu oferent może przekazać aż do dziesięciu konkurencyjnych ofert, obejmujących oferty własne lub na rachunek klienta; instytucje niefinansowe oraz osoby fizyczne mogą brać udział w przetargu tylko za pośrednictwem dealerów rynku pierwotnego, całkowita wartość nominalna jednej oferty nie może być niższa niż 1 mln lew i dalej może stanowić wielokrotność 100 tys lew; jeden dealer rynku pierwotnego może nabywać maksymalnie 50% rządowych papierów wartościowych przeznaczonych na przetarg konkurencyjny; forma niekonkurencyjna jest najpopularniejsza wśród małych inwestorów, gdyż daje im możliwość inwestowania z mniejszą wartością oferty (50 tys lew) niż w przypadku przetargów konkurencyjnych (1 mln lew); • występują także emisje specjalne bonów o bardzo krótkim terminie wykupu, np. 25, 34, 44-dniowym.
Czechy
Rodzaj bonów skarbowych • 4, 12, 26, 51-tygodniowe (SPP – statni pokladnicni poukazky). **Cel emisji** • pokrycie długoterminowego długu kraju emisjami bonów skarbowych. **System sprzedaży bonów skarbowych** • w pierwszym okresie sprzedaży bonów (do sierpnia 1993 r.) obowiązywała jednolita cena sprzedaży, ustalana na poziomie minimalnej zaakceptowanej ceny; obecnie sprzedawane są w ramach aukcji amerykańskich, tzn. inwestorzy zakupują bony po cenie, jaką zgłosili podczas przetargu; • termin przetargu odbywa się zazwyczaj w każdy piątek; • zakup bonów skarbowych jest zwolniony od opodatkowania; • do roku 1995 sprzedawano bony z terminem zapadalności od 4 do 12 dni, obecnie termin wykupu najdłuższych bonów wynosi 1 rok; • w przetargach bierze udział od 7 do 10 uczestników, przy czym każdy z nich może zakupić maksymalnie 35% wartości bonów na przetargu; • część bonów wystawianych do sprzedaży przeznaczona jest dla banku centralnego, po średniej cenie ustalonej na przetargu; w przypadku gdy wartość zgłoszonych ofert zakupu jest mniejsza od oferty podaży bonów, pozostałą część zakupuje bank centralny (bank centralny pełni więc również rolę underwritera); • centralny rejestr i system rozliczeń (SEV – System Evidence a Vyporadani na trhu kratkodobych dluhopisu) prowadzi bank centralny; uczestnicy systemu podzieleni są na bezpośrednich uczestników (agentów) oraz pośrednich uczestników (klientów); wśród bezpośrednich uczestników SEV bank centralny wybiera dealerów rynku pierwotnego bonów i obligacji skarbowych.

cd. tab. 2

Łotwa
Rodzaj bonów skarbowych • 28, 91, 182, 364-dniowe. **Cel emisji** • pokrycie spłat kredytów zaciągniętych przez rząd oraz finansowanie długu publicznego. **System sprzedaży bonów skarbowych** • sprzedawane są na przetargach organizowanych w każdą środę miesiąca w formie przetargu amerykańskiego; • uczestnikiem przetargu może być każdy bank posiadający licencję banku centralnego lub bank zagraniczny mający swoje konto w banku centralnym, oprócz tego uczestnikami przetargów mogą być inne podmioty krajowe – firmy ubezpieczeniowe, przedsiębiorstwa oraz inwestorzy zagraniczni; • wartość oferty przetargowej Ministerstwo Finansów ogłasza na pięć dni przed przetargiem; nie ma ograniczeń dotyczących liczby składanych ofert zakupu bonów; • trwają przygotowania do wprowadzenia kwotowań bonów skarbowych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Rydze.
Słowacja
Rodzaj bonów skarbowych • 28, 84, 175 i 287-dniowe. **Cel emisji** • pokrycie aktualnego deficytu budżetowego, wynikającego z przesunięcia w czasie dochodów i wydatków rządowych. **System sprzedaży bonów skarbowych** • sprzedawane są na aukcjach typu amerykańskiego w każdy poniedziałek miesiąca; nominalna wartość jednego bonu wynosi 1 mln słowackich koron; • uczestnicy rynku dzielą się na: bezpośrednich i pośrednich; bezpośrednimi uczestnikami są banki komercyjne oraz dealerzy papierów skarbowych – podmioty powstałe z inicjatywy banków komercyjnych; pośrednimi uczestnikami mogą być osoby prawne, reprezentowane przez agenta; • Bank Centralny Słowacji może zakupić bony skarbowe na rynku pierwotnym po średniej cenie przetargowej; • podmioty sektora pozabankowego stanowią nieliczną grupę inwestorów na rynku bonów skarbowych (obecnie posiadają ok. 4 % ogólnej wartości wyemitowanych bonów); w latach 1993–1994 udział sektora pozabankowego był bardziej znaczący (w 1994 posiadał 34,8% ogólnej wartości bonów znajdujących się na rynku), głównym powodem był atrakcyjny poziom dochodowości bonów w porównaniu z innymi inwestycjami.
Węgry
Rodzaj bonów skarbowych • 1, 3, 6, 12-miesięczne. **Cel emisji** • częściowe finansowanie deficytu budżetowego.

cd. tab. 2

System sprzedaży bonów skarbowych
• wartość nominalna wynosi 10 tys. forintów;
• sprzedawane są na aukcjach: do 1996 roku mogły w nich brać udział banki komercyjne, szczególnie instytucje finansowe, takie jak Giełda Papierów Wartościowych, firmy maklerskie oraz fundusze inwestycyjne, inwestorzy zagraniczni mogli natomiast inwestować w te walory pod warunkiem uzyskania odpowiedniej zgody banku centralnego; od 1996 roku wprowadzono system dealerów rynku pierwotnego, obecnie funkcjonuje 22 pośredników, którzy uzyskali prawo do kupna wyemitowanych przez skarb państwa bonów i obligacji, w przypadku bonów skarbowych nie mają oni jednak wyłącznego dostępu do rynku pierwotnego, oprócz dealerów kupować mogą przedstawione wyżej podmioty z tym, że dealerom przyznawane jest pierwszeństwo zakupów;
• emitent dąży także do umieszczenia bonów skarbowych z 6 i 12-miesięcznym okresem wykupu na budapesztańskiej giełdzie papierów wartościowych w ciągu tygodnia od momentu ich wyemitowania.
Turcja
Rodzaj bonów skarbowych
• 3, 6, 9, 12-miesięczne.
Cel emisji
• finansowanie deficytu budżetowego.
System sprzedaży bonów skarbowych
• od maja 1985 do maja 1991 roku bony sprzedawano na przetargach techniką „wielu cen", tzn. inwestor płacił za zaakceptowaną ofertę cenę taką, jaką zaoferował na przetargu; od 1991 r. zmieniono technikę sprzedaży na aukcje typu holenderskiego, po trzech miesiącach powrócono jednak do poprzedniej metody sprzedaży;
• agentem emisji jest bank centralny;
• bony skarbowe są dokumentem na okaziciela;
• sprzedawane są w każdą środę tygodnia na przetargach, przy czym w każdym tygodniu sprzedawany jest tylko jeden rodzaj bonu skarbowego (co tydzień inny); od lipca 1991 roku nie jest podawana informacja o wielkości wystawionych na sprzedaż bonów, minimalna oferta zakupu wynosi 50 mln tureckich lirów, tj. ok. 6.550 dolarów;
• następnego dnia po przetargu skarb państwa może sprzedać bony w ramach ofert niekonkurencyjnych; prawo do zakupu bonów po średniej cenie ustalonej na przetargu mają oferenci, których ceny zakupu zgłoszone na środowym przetargu były wyższe lub równe cenie minimalnej; wielkość sprzedaży ofert niekonkurencyjnych nie może przekroczyć 25% ogólnej wartości bonów sprzedanych na przetargu.

Źródło: Jak w tab. 1.

Emitentem bonów skarbowych najogólniej określa się rząd, jednak bezpośrednio należy to do kompetencji najczęściej Ministerstwa Skarbu lub innej instytucji rządowej odpowiedzialnej za zarządzanie długiem publicznym. To właśnie emitent wychodzi z inicjatywą zorganizowania przetargu, na którym dopasowuje wielkość i cenę walorów danej emisji oraz zasady organizacyjne zgodnie z własnymi potrzebami.

Organizatorem aukcji, czyli **agentem emisji**, jest bank centralny. Zajmuje się on stroną techniczną przetargu. W niektórych krajach bank centralny może być również inwestorem na rynku pierwotnym bonów skarbowych, biorąc udział w aukcjach lub zakupując papiery w specjalnych transakcjach z emitentem. Jednakże obowiązujący często zakaz finansowania deficytu budżetowego przez bank centralny likwiduje tę możliwość.

Stroną popytową przetargu są inwestorzy skłonni zakupić określoną liczbę bonów skarbowych po korzystnej dla nich cenie. Analizując strukturę rodzajową podmiotów lokujących w bony skarbowe można zauważyć dwie tendencje. Z jednej strony mamy kraje, które dopuszczają do rynku pierwotnego omawianych papierów wartościowych bardzo szeroką rzeszę inwestorów. Są to zazwyczaj zarówno banki komercyjne, inne instytucje finansowe, jak również przedsiębiorstwa, inwestorzy zagraniczni, a także (choć bardzo rzadko, ze względu na wysokie nominały bonów skarbowych) osoby fizyczne. Jednakże z drugiej strony w większości państw dostęp do tego rynku został w znacznym stopniu ograniczony do tzw. **dealerów rynku pierwotnego**. Jest to najczęściej grono banków komercyjnych, spełniających określone wymogi i posiadających zgodę (licencję) banku centralnego. W tym wypadku pozostali inwestorzy mogą kupować bony skarbowe na rynku pierwotnym tylko za pośrednictwem tych podmiotów, mających wyłączne prawo do składania ofert podczas organizowanych przetargów.

Częstotliwość aukcji bonów skarbowych uzależniona jest od decyzji emitenta. Najczęściej odbywają się raz w tygodniu, w określonym dniu. Technika organizacji sprzedaży tych papierów wartościowych jest bardzo zbliżona w poszczególnych krajach. Przetargi bazują najczęściej na dwóch podstawowych metodach.

Pierwsza zwana jest **metodą amerykańską** (ang. multiple-price auction lub first-price auction), oparta jest ona na typowych zasadach konkurencyjnych. Podczas aukcji tego typu inwestorzy składają swoje oferty w danym dniu (najczęściej w godzinach dopołudniowych), proponując cenę oraz wartość nominalną bonów skarbowych, jaką chcieliby zakupić. Oferty te są następnie segregowane według powyższych wielkości. Emitent akceptuje wszystkie oferty najbardziej korzystne dla niego, czyli z najwyższą ceną (najniższą stopą zwrotu), aż do wyczerpania się limitu podaży bonów skarbowych na danym przetargu, dlatego inwestor, który zaoferował najniższą zaakceptowaną cenę, może otrzymać mniejszą liczbę bonów skarbowych od zadeklarowanej. Ta metoda przetargu obecnie jest najbardziej popularna ze względu na jej rynkowy, czyli konkurencyjny charakter oraz większą dochodowość dla emitenta.

Druga to **metoda holenderska** – niekonkurencyjna (ang. uniform price auction lub second price auction) polega na tym, że na przetargu obowiązuje jednolita cena, po której sprzedawane są bony skarbowe, a ustalana jest ona na poziomie minimalnej zaakceptowanej przez emitenta ceny ofertowej inwestorów, czyli maksymalnej stopy zwrotu.

Inwestorzy mogą przedstawiać również dwa rodzaje **ofert – konkurencyjne i niekonkurencyjne**. Pierwsze z nich składane są przez większych i bardziej wytrawnych

Tabela 3. Przetargi na bony skarbowe organizowane metodą amerykańską i holenderską

Metoda amerykańska			Metoda holenderska		
Oferta inwestorów:			**mln $**		**%**
		Bank A	8,00		5,50
		Bank B	12,00		5,00
		Bank C	20,00		4,75
		Bank D	9,00		4,20
Oferta emitenta: 30,00					
Przetarg:	mln $	%	Przetarg:	mln $	%
Bank A	–	–	Bank A	8,00	5,50
Bank B	1,00	5,00	Bank B	12,00	5,50
Bank C	20,00	4,75	Bank C	10,00	5,50
Bank D	9,00	4,20	Bank D	–	–

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Joint Report on the Government Securities Market - Auction Technique, Department of the Treasury, Washington 1992, s. 5–8.

uczestników przetargu, którzy proponują przede wszystkim konkretną cenę (stopę dochodowości), po jakiej skłonni byliby zakupić bony skarbowe na danej aukcji. Dla drobniejszych inwestorów, którzy nie chcą ryzykować, że ich oferty zostaną odrzucone lub nie posiadają dostatecznych informacji, aby ceny takie zaoferować, w niektórych krajach istnieje możliwość składania ofert niekonkurencyjnych najczęściej dzień po danym przetargu. W tym wypadku jednak bony skarbowe sprzedawane są po średniej cenie przetargowej, na podstawie zaakceptowanych ofert konkurencyjnych. Najczęściej emitent stosuje także pewne ograniczenia w stosunku do maksymalnych wartości ofert przedkładanych przez jednego inwestora na przetargu oraz określone limity co do wartości ofert niekonkurencyjnych.

Po danym przetargu zapłata za zakupione bony skarbowe następuje najczęściej następnego dnia. Możliwość tak szybkiej organizacji jednej aukcji bonów skarbowych przez bank centralny stworzyła ich dematerializacja. Obecnie w każdym niemal kraju papiery wartościowe (w tym również bony skarbowe) posiadają wyłącznie formę zapisów na kontach depozytowych (ang. book – entry). Uproszczenie rozwiązań ewidencyjnych w znaczący sposób przyczyniło się do usprawnienia organizacji emisji i obrotu tymi walorami. W związku z tym, bony skarbowe są przeważnie papierami na okaziciela, choć istnieją w niektórych krajach możliwości imiennej ich sprzedaży. Takie rozwiązania stanowią jednak rzadkość.

Organizacja emisji bonów skarbowych, jako priorytetowej pod względem założonych celów ogólnogospodarczych, stanowi także wzorcowy przykład sprzedaży papierów krótkoterminowych dla innych emitentów i pośredników sprzedaży papierów wartościowych rynku pieniężnego. Przykładem mogą być commercial

papers emitowane przez przedsiębiorstwa, a plasowane na rynku najczęściej przy udziale banków komercyjnych jako agentów emisji.

5. *Organizacja rynku pierwotnego bonów skarbowych w Polsce*

W naszym kraju, podobnie jak w większości państw Europy Środkowowschodniej, omawiany typ papieru wartościowego pojawił się po 1989 roku na bardzo słabo jeszcze rozwiniętym rynku pieniężnym, a dokładnie w maju 1991 roku.

W niedługim okresie osiągnęły one status najważniejszych walorów rynku pieniężnego w Polsce, z najlepiej zorganizowanym rynkiem pierwotnym i jednym z najpłynniejszych rynków wtórnych. Stanowią one jedną z korzystniejszych krótkoterminowych lokat kapitałowych zarówno wśród podmiotów krajowych, jak również zagranicznych, służąc przede wszystkim zarządzaniu ich płynnością, ale również celom spekulacyjnym (tabela 4).

Tabela 4. Przesłanki zakupu bonów skarbowych na rynku pieniężnym

Banki komercyjne	Sektor pozabankowy	Przedsiębiorstwa	Gospodarstwa domowe	Inwestorzy zagraniczni
• zarządzanie płynnością	• zarządzanie płynnością	• zarządzanie płynnością	• oszczędzanie	• zarządzanie płynnością
• pośrednictwo w sprzedaży na rynku wtórnym	• pośrednictwo w sprzedaży	• zabezpieczenie kredytowe		• różnica stóp procentowych i kursu walutowego
• zabezpieczenie kredytowe		• oszczędzanie		• spekulacja
• spekulacja				

Źródło: Opracowanie własne.

Do podstawowych cech bonów skarbowych emitowanych w Polsce należą:
- nominał wynoszący 1000 zł,
- okres zapadalności 8, 13, 26, 39, 52 tygodnie (dopuszczalne są emisje krótsze),
- papier wartościowy na okaziciela,
- zdematerializowana postać (od 1 lipca 1995 roku),
- papiery dyskontowe[1].

[1] Zarządzenie ministra finansów z 17 stycznia 1991 r. w sprawie emisji bonów skarbowych (Dz.Urz. Ministerstwa Finansów nr 1, poz. 3). Zarządzenie ministra finansów z 24 kwietnia 1995 r. w sprawie emitowania bonów skarbowych (Dz. Urz. Ministerstwa Finansów nr 8, poz. 25).

Emitentem omawianych walorów jest skarb państwa, reprezentowany przez ministra finansów. Początkowym celem wprowadzenia bonów skarbowych na rynek było częściowe finansowanie deficytu budżetowego, jednakże zbyt częste emisje spowodowały wysokie zadłużenie rządu z tego tytułu praktycznie już od 1993 roku. Dług publiczny w bonach skarbowych w 1996 roku stanowił aż 48% ogólnego zadłużenia z tytułu emisji skarbowych papierów wartościowych. Obecnie obserwuje się stopniowe zmniejszanie się emisji bonów skarbowych na rzecz długoterminowych papierów wartościowych, czyli obligacji skarbowych, jednakże zadłużenie w omawianych walorach jest nadal wysokie (na koniec 1998 r. wynosiło 28 913,9 mln zł, co stanowiło około 12% wszystkich rynkowych papierów rządowych, natomiast w sierpniu 1999 r. – 28 133,3 mln zł, czyli ponad 10,5%)[2].

Na agenta emisji, czyli organizatora przetargów, powołany został Narodowy Bank Polski. Pełni on również funkcję instytucji depozytowo-rozliczeniowej, prowadząc Centralny Rejestr Bonów Skarbowych.[3] Wprowadzenie kont rejestrujących obroty bonami było początkiem gwałtownego rozwoju rynku tych papierów wartościowych. Ostatnie zarządzenie Prezesa NBP[4] eliminuje następne niedogodności w aktualnym systemie emisji i ewidencji tych walorów, między innymi podwójną ewidencję bonów (według ich rodzajów i dat wykupu) zastąpiono ewidencją tylko według dat wykupu. Jeszcze do 1998 roku dopuszczona była możliwość finansowania deficytu budżetowego w banku centralnym, dzięki temu NBP miał prawo zakupu w systemie pozaprzetargowym bonów skarbowych bezpośrednio od emitenta. Jednakże od września 1998 roku wszedł w życie konstytucyjny zakaz zaciągania zobowiązań przez rząd w centralnym banku państwa[5]. Powoli więc zaczęła się zmniejszać liczba bonów skarbowych w portfelu NBP oraz ich wykorzystanie w operacjach otwartego rynku.

Jak już wcześniej wspomniano, organizacja sprzedaży bonów skarbowych ma charakter przetargu z zastosowaniem metody amerykańskiej. Przed każdą aukcją, organizowaną zazwyczaj pierwszego dnia tygodnia (poniedziałek), emitent określa przede wszystkim wartość nominalną oraz rodzaje bonów przewidywanych do sprzedaży. Uczestnicy przetargu deklarują natomiast wartość nominalną bonów, które chcą nabyć, oraz cenę przetargową. Po upływie terminu składania ofert

---

[2] Skarbowe papiery wartościowe, Raporty roczne – 1996,1997,1998 Ministerstwa Finansów. Zadłużenie sektora finansów publicznych, Departament Długu Publicznego 1999, nr 8.

[3] Zarządzenie nr A/2/95 Prezesa Narodowego Banku Polskiego z 14 czerwca 1995 r. w sprawie wprowadzenia regulaminu prowadzenia przez Narodowy Bank Polski kont depozytowych bonów skarbowych (Dz. Urz. NBP nr 15, poz. 34).

[4] Uchwała Zarządu Narodowego Banku Polskiego z 27 sierpnia 1999 r. w sprawie wprowadzenia regulaminu prowadzenia przez Narodowy Bank Polski rachunków i kont depozytowych bonów skarbowych (Dz. Urz. NBP nr 18, poz. 28).

[5] Konstytucja Rzeczpospolitej Polskiej z 6 kwietnia 1997 r., art. 220 pkt 2.

zakupu minister finansów określa najniższą przyjętą cenę przetargową bonów skarbowych o danym okresie wykupu i przyjmuje oferty z ceną wyższą od najniższej przyjętej. Każdy z inwestorów płaci za zakupione bony zgodnie ze swoją zaproponowaną ceną przetargową. Emitent, oprócz konieczności wykupu sprzedanych walorów w terminie ich zapadalności, ma również prawo do wcześniejszego odkupu. Korzyści, jakie wynikają z tego zapisu, to możliwość lepszego zarządzania płynnością budżetu państwa, ale również oszczędności w kosztach obsługi zadłużenia w bonach skarbowych. W kwietniu 1999 roku odbył się pierwszy taki przetarg odkupu, a planuje się regularne ich przeprowadzanie raz w miesiącu.

Inwestorzy na rynku pierwotnym bonów skarbowych w Polsce określani są mianem uczestników przetargu. Są to podmioty wybierane co kwartał, które w ostatnim kwartale nabyły co najmniej 0,2% wszystkich sprzedanych bonów oraz uczestniczyły w co najmniej jednym przetargu w miesiącu. Grono podmiotów posiadających ten status jest dość stabilne i waha się w okolicach sześćdziesięciu, przy czym są to zarówno podmioty bankowe, jak i niebankowe.

6. *Podsumowanie*

Reasumując można stwierdzić, iż Polska nie odbiega zasadniczo od rozwiązań dotyczących organizacji rynku pierwotnego bonów skarbowych stosowanych w innych państwach. Podobnie jak pozostałe kraje kategorii emerging markets, wzorowała się na zasadach obowiązujących w krajach emitujących ten rodzaj papierów wartościowych w szerokim zakresie i od dłuższego czasu. System ten zmierza przede wszystkim do jak największego ułatwienia emisji i obrotu tymi walorami oraz jak najlepszego zarządzania płynnością budżetu państwa przy zastosowaniu tego instrumentu. Należy także pamiętać, iż sprawna organizacja rynku pierwotnego stwarza możliwości dalszego rozwoju rynku wtórnego bonów skarbowych.

Kamilla Marchewka

Organisation of primary market of treasury bond

Summary

The article presents issues connected with organisation of selling treasury bonds on the primary market. First of all the author considers the aims of issuing those securities. She analyses types of entities participating in this market, principles and methods used while organising tenders for treasury bonds and characterises the most important features of those securities that significantly influence their attractiveness both for the emitting institution and for the investors.

The analysis concerns some selected OECD countries and the countries belonging to the so-called emerging markets. The article ends with a presentation of solutions applied on the primary market of treasury bonds in Poland and their evaluation.

Summing up, the author underlines that the solutions on the above-mentioned market tend to be more and more simplified as regards organisation. This is advantageous directly for the emitting institution and for investors, both on the primary and secondary market of treasury bonds.