

## Kluczowa rola państwa na rynku finansowym na przykładzie bonów skarbowych

Katarzyna Smolny\*

**Streszczenie:** Celem niniejszego opracowania jest wskazanie kluczowej roli państwa w kształtowaniu rynku finansowego w Polsce na przykładzie bonów skarbowych. Autorka poddaje opisowej analizie bony skarbowe jako instrument z jednej strony finansujący potrzeby pożyczkowe państwa, a z drugiej wpływający na inne instytucje i instrumenty rynku finansowego. Analiza pominię w ogóle aspekt kształtowania rynku finansowego w ramach pełnienia funkcji ustawodawcy. Autorka dowodzi, iż gospodarka publiczna, a także deficyt budżetowy i dług publiczny, mają wpływ nie tylko na finanse państwa, ale na całość gospodarki krajowej, a przy obecnie występującej gospodarce globalnej można nawet stwierdzić, że deficyt budżetowy konkretnego państwa i instrumenty wykorzystywane do jego pokrycia mają wpływ na gospodarkę w ogóle.

**Słowa kluczowe:** finanse publiczne, bony skarbowe

Zagadnienie wpływu budżetu państwa, a tym bardziej deficytu budżetowego, jest jednym z najczęściej komentowanych zagadnień w finansach publicznych. Państwo jako ogromny podmiot na rynku, kształtuje ten rynek nawet, jeśli twierdzimy, że bieżące wydatki rządowe oscylują na poziomie 25% PKB. Obiektywnie jest to ogromna suma. Podobnie kształtuje się rola państwa jako pożyczkobiorcy. Literatura często prezentuje efekt wypychania prywatnych pożyczkobiorców przez potrzeby pożyczkowe państwa. Zakładając, że nie możemy monetaryzować deficytu, przy permanentnych deficytach i stale rosnącym długu publicznym, państwo ściąga z rynku wszelkie nadwyżki płynności, co ogranicza możliwość skorzystania z kapitału zewnętrznego podmiotom prywatnym. Wolumen operacji budżetowych stawia państwo na pozycji klienta kluczowego dla podmiotów finansowych i trudno się dziwić, że w porównaniu z państwem żaden inny podmiot dla sektora finansowego nie jest tak atrakcyjny. Pomijając wolumen operacji, innymi cechami atrakcyjnymi dla rynku finansowego są: bezpieczeństwo i niskie koszty operacyjne. Celem niniejszego opracowania jest wskazanie kluczowej roli państwa w kształtowaniu rynku finansowego w Polsce na przykładzie bonów skarbowych. Autorka poddaje opisowej analizie bony skarbowe jako instrument z jednej strony finansujący potrzeby pożyczkowe państwa, a z drugiej wpływający na inne instytucje i instrumenty rynku finansowego. Analiza pominię w ogóle aspekt kształtowania rynku finansowego w ramach pełnienia funkcji ustawodawcy. Autorka

---

\* dr Katarzyna Smolny, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, ul. Komandorska 118/120 Wrocław 53-345, e-mail: katarzyna.smolny@ue.wroc.pl

prezentuje działania państwa na rynku, czyli w okolicznościach teoretycznie równorzędnej pozycji podmiotów względem siebie.

Bony skarbowe w powojennej historii ekonomicznej w Polsce są sprzedawane od roku 1991. Początkowo, do roku 1995 emitowano je w postaci oryginalnych dokumentów, jednak obrót nimi był utrudniony, co spowodowało zdematerializowanie obrotu (Bień 2008: 92). Są krótkoterminowym papierem dłużnym o dyskontowym charakterze. Nabywcami bonów mogą być krajowe podmioty bankowe i pozabankowe, osoby fizyczne i prawne, spółki nie posiadające osobowości prawnej, a także zagraniczne osoby prawne i fizyczne. W praktyce jednak bony skarbowe były wykorzystywane głównie przez banki krajowe, które lokowały w ten sposób krótkoterminowe nadwyżki płynności. Bon jest instrumentem bezpiecznym i płynnym, co minimalizuje ryzyko inwestora. Płynność tego instrumentu, a także fakt możliwości wcześniejszego wykupu bonu przez Ministerstwo Finansów powoduje, iż jest to wygodny instrument nie tylko finansowania potrzeb pożyczkowych państwa, ale także wpływania na inne wskaźniki, jak chociażby poziom długu publicznego względem PKB. Mamy już cykliczną tradycję odkupowania bonów skarbowych przed terminem. Można wskazać przykład choćby roku 2009, kiedy to inwestorzy zgłosili do odkupu bony o wartości przekraczającej 3,2 mld zł. Ministerstwo Finansów zaakceptowało oferty za 2,1 mld zł, ponieważ mechanizm wcześniejszego wykupu jest działaniem elastycznym i na szczęście Ministerstwo jeszcze nigdy nie przeprowadzało tego procesu „za wszelką cenę”. Warto zwrócić uwagę, że w latach 2010 i 2011 Ministerstwo Finansów zorganizowało odkup w grudniu. W roku 2010 były dwie aukcje grudniowe, w tym jedna w ostatnich dniach roku. Na aukcjach oferuje się skup od kilku do kilkunastu mld zł. W połowie grudnia 2011 roku Ministerstwo Finansów przeprowadziło operację odkupu bonów skarbowych na kwotę 16,7 mld zł. Takie operacje Ministerstwo Finansów przeprowadza regularnie od 2009 roku. Przypadają one na drugą połowę roku i niemal zawsze co najmniej jedna z aukcji odkupu przypada na okres listopad – grudzień. Oficjalnym komentarzem takich działań jest chęć szybszego zmniejszenia zadłużenia w sytuacji dobrej płynności budżetu państwa<sup>1</sup>, jednak analiza stale rosnącego zadłużenia publicznego wskazuje, iż jedyną przyczyną tych działań jest konieczność zamknięcia roku budżetowego z odpowiednimi wskaźnikami makroekonomicznymi<sup>2</sup>.

Analizując jednak zarządzanie długiem publicznym w długim okresie czasu, faktycznie Ministerstwo Finansów rezygnuje z wykorzystywania bonów skarbowych do finansowania potrzeb pożyczkowych państwa na rzecz „zwiększenia średniej zapadalności długu krajowego”<sup>3</sup>. Przetargi w ostatnich latach – 2012 i 2013 – są ogłaszane rzadko<sup>4</sup> i to wyłącznie

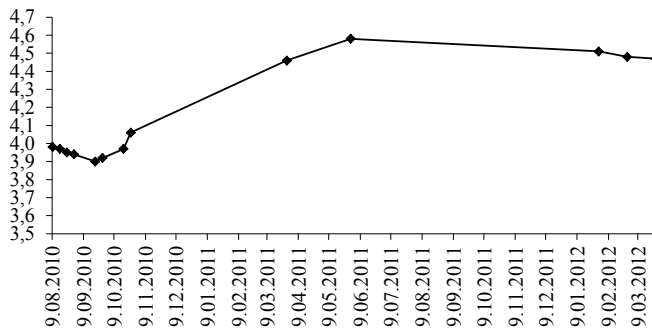
<sup>1</sup> „Są one [wcześniejsze wykupywanie bonów skarbowych] dobre w kontekście naszych wcześniejszych doświadczeń z przetargami odkupu. Poprzedni odbył się w 2001 roku. Wróciliśmy do tego pomysłu, bo sytuacja płynnościowa budżetu jest dobra. Chodzi o to, żeby zmniejszać zadłużenie szybciej, nie tylko poprzez ograniczanie podaży nowych papierów – mówi Anna Suszyńska z Departamentu Długu Publicznego MF”. Chądzyński (2014).

<sup>2</sup> Faktycznie też działania te są zbieżne z priorytetami Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych na lata 2001–2014, [www.finance.mf.gov.pl/documents/766655/4a24b3e3-2327-44df-9d6f-0b54dc0217c3](http://www.finance.mf.gov.pl/documents/766655/4a24b3e3-2327-44df-9d6f-0b54dc0217c3), s. 5 (10.02.2014); a także z wcześniejszymi strategiami w tym zakresie.

<sup>3</sup> Ibidem.

<sup>4</sup> W roku 2012 zostało ogłoszonych pięć przetargów, a w 2013 trzy przetargi, wszystkie w pierwszym kwartale.

w pierwszym kwartale, gdy sytuacja płynności jest najgorsza. Jednak nie świadczy to wcale o polepszeniu sytuacji finansów publicznych, wręcz przeciwnie, bony, które najczęściej były kupowane w kraju finansowały potrzeby pożyczkowe złotówkami, co było tańsze niż emisja chociażby obligacji zagranicznych. W powojennej historii wykorzystywania tego instrumentu udział bonów skarbowych w strukturze zadłużenia z tytułu skarbowych instrumentów dłużnych wahał się i wynosił od 21,8% w 2002 do 5,9% w roku 2007 i wówczas był niższy od średniej krajów strefy euro, która wynosiła 7,9% (Czechowska 2010: 84). Obecnie widoczna jest tendencja ograniczania udziału bonów skarbowych na rzecz obligacji w celu wydłużenia okresów zapadalności i ograniczenia ryzyka refinansowania.

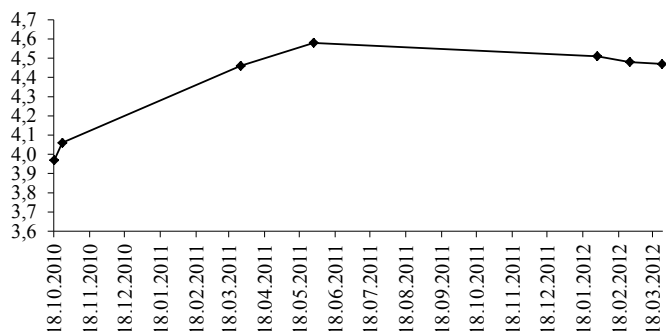


**Rysunek 1.** Średnia rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych (Polska), okres pięcioletni

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych [www.bankier.pl/inwestowanie/notowania/macro/profil.html?id=74&size=small&type=5](http://www.bankier.pl/inwestowanie/notowania/macro/profil.html?id=74&size=small&type=5) (10.09.2013).

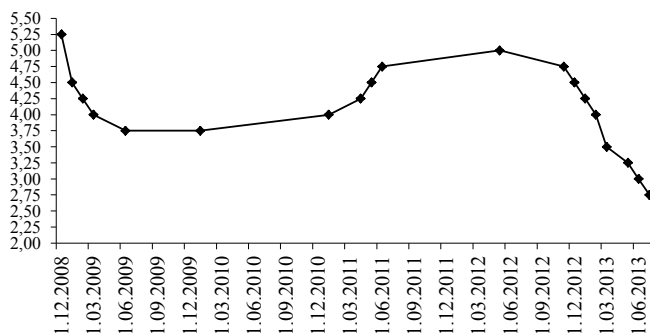
Kluczowa pozycja państwa jako klienta na rynku finansowym ma wpływ także na realny koszt pieniądza, o czym świadczy wskaźnik rentowności skarbowych papierów wartościowych. Teoretycznie podstawowe znaczenie dla rynku finansowego ma rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych, ponieważ jest ona podstawą do obliczania oprocentowania innych papierów wartościowych. Biorąc pod uwagę, iż bony skarbowe są sprzedawane w przetargach, rentowność ta może być określana jako podstawowy koszt pieniądza na rynku, zupełnie niezależny od stóp procentowych narzucanych przez bank centralny. Rentowność bonów skarbowych skonfrontowana z referencyjną stopą NBP wskazuje na kondycję finansów publicznych. Rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych była konfrontowana również z innymi wskaźnikami, takimi jak WIBOR, oprocentowanie depozytów przedsiębiorstw czy gospodarstw domowych. Wynik przedstawiał nastroje rynku w stosunku do sytuacji finansów publicznych – klienta największego. Rentowność bonów skarbowych rosła jedynie wówczas, gdy sytuacja budżetu się pogorszała i bony coraz częściej były oferowane do sprzedaży – czyli na wpływ rentowności, jak i popytu miała wpływ przede wszystkim podaż papieru. Taką samą przyczyną spowodowane było spłaszczenie

krzywej popytu<sup>5</sup> na bony skarbowe (Czechowska 2010: 88). Trzeba przy tym podkreślić ówczesną, chaotyczną politykę Ministerstwa Finansów w tym zakresie, wynikająca między innymi z częstej zmiany szefa resortu. Chaos ten wpłynął także na ceny bonów i ich dyskonto, które początkowo było bardzo atrakcyjne dla innych uczestników rynku. Później, gdy resort finansów dążył do obniżenia kosztów zadłużenia, zainteresowanie rynku przesunęło się w stronę bonów pieniężnych oferowanych przez NBP.



**Rysunek 2.** Średnia rentowność 52-tyg. bonów skarbowych (Polska), okres trzyletni

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych [www.bankier.pl/inwestowanie/notowania/macro/profil.html?id=74&size=small&type=5](http://www.bankier.pl/inwestowanie/notowania/macro/profil.html?id=74&size=small&type=5) (10.09.2013).

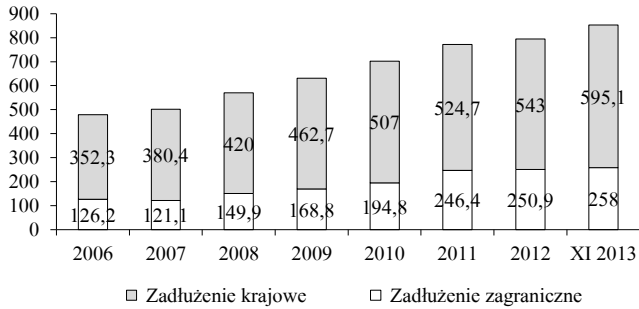


**Rysunek 3.** Stopa redyskontowa NBP (Polska) 2008–2013

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych [www.bankier.pl/inwestowanie/notowania/macro/profil.html?id=74&size=small&type=5](http://www.bankier.pl/inwestowanie/notowania/macro/profil.html?id=74&size=small&type=5) (10.09.2013).

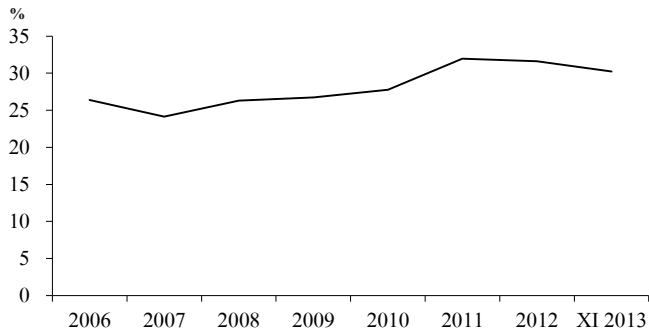
Zauważalny spadek rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych w ciągu ostatnich lat sugeruje, iż kondycja finansów publicznych i płynności skarbu państwa jest coraz lepsza.

<sup>5</sup> W roku 1999 i później w latach 2001–2002.



**Rysunek 4.** Zadłużenie Skarbu Państwa wg kryterium miejsca emisji w latach 2006–2013 (mld zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa finansów: [www.finanse.gov.pl/pl/zaduzenie-skarbu-panstwa](http://www.finanse.gov.pl/pl/zaduzenie-skarbu-panstwa) (2.02.2014).



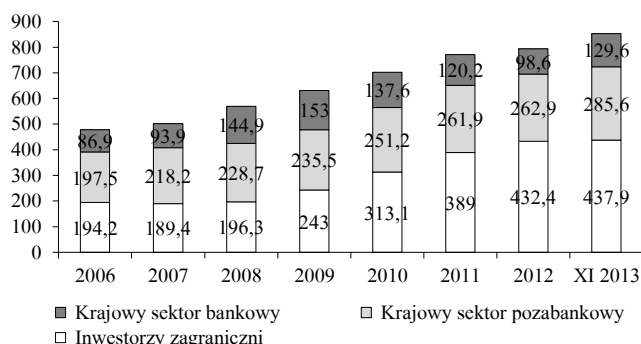
**Rysunek 5.** Udział zadłużenia zagranicznego w ogólnym zadłużeniu Skarbu Państwa w latach 2006–2013 w mld zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa finansów: [www.finanse.gov.pl/pl/zaduzenie-skarbu-panstwa](http://www.finanse.gov.pl/pl/zaduzenie-skarbu-panstwa) (2.02.2014).

Niestety ten jeden wskaźnik jest niewystarczający do wysnucia takiego wniosku i można stwierdzić, iż wycofanie się Ministerstwa z wykorzystywania tego instrumentu pokazuje po raz kolejny, iż to państwo kształtuje rynek instrumentów finansowych. W związku z powyższym, wskaźnik rentowności bonów skarbowych zupełnie stracił znaczenie w praktyce, a bony wykorzystywane są jedynie do regulowania płynności budżetu i poziomu zadłużenia. Dodatkowo porównanie na przestrzeni lat 2009–2012 rentowności bonów skarbowych i stopy redyskontowej NBP sugerowałoby, iż sytuacja Skarbu Państwa jest dobra, a polityka monetarna dąży do schłodzenia gospodarki, co niestety nie miało miejsca. Zadłużenie Skarbu Państwa rośnie i, pomijając nieznaczny spadek w latach 2012 i 2013, rośnie także udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa. Na koniec listopada 2013 roku zadłużenie Skarbu Państwa wyniosło 853 060,1 mln zł

i w porównaniu z końcem października 2013 roku zadłużenie to wzrosło o 11 853,2 mln zł, tj. o 1,4%, natomiast od końca 2012 roku wzrosło o 59 206,4 mln zł, tj. o 7,5%<sup>6</sup>. Udział długu zagranicznego w długu ogółem spadł z 31,6% na koniec 2012 do 30,2% na koniec listopada 2013 roku<sup>7</sup>. Niemniej jednak i tak jest przekroczony zakładany w „Strategii zarządzania długiem...” maksymalny, 30% udział finansowania środkami zagranicznymi<sup>8</sup>.

Układ podmiotowy inwestorów zobrazowano na rysunku 6, trzeba jednak wyraźnie podkreślić, iż pod postacią inwestorów określanych mianem krajowego sektora pozabankowego ukrywały się przede wszystkim otwarte fundusze emerytalne, które od lutego 2014 straciły na znaczeniu jako uczestnik rynku finansowego.



**Rysunek 6.** Zadłużenie Skarbu Państwa w układzie podmiotowym 2006–2013

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów: [www.finanse.gov.pl/pl/zadluzenie-skarbu-panstwa](http://www.finanse.gov.pl/pl/zadluzenie-skarbu-panstwa) (2.02.2014).

Podobny wpływ na rynki finansowe mają zewnętrzne operacje finansowe państwa, takie jak płatności na rzecz UE, utrzymywanie placówek dyplomatycznych konsularnych poza granicami oraz zakupy zagraniczne na potrzeby sektora. Najważniejszymi jednak operacjami na rynkach zagranicznych są operacje zaciągania zobowiązań i obsługi długu. Wspomniany był już problem bilansu płatniczego, który wiąże się także z finansowaniem potrzeb pożyczkowych państwa ze środków zagranicznych. Znow warto wskazać rolę państwa jako klienta wpływającego na zachowania innych podmiotów. Dodatkowo zaciąganie zobowiązań w walutach obcych wiąże się z większymi kosztami obsługi długu w porównaniu do instrumentów krajowych i większym ryzykiem, które wynika z ryzyka walutowego. W latach 2001–2011 różnice kursowe oraz zmiany środków na rachunkach budżetu państwa miały wpływ na wysokość przyrostu długu Skarbu Państwa o 21,8 mld zł (Ziółkowska 2013: 543). Warto jeszcze wspomnieć o ryzyku politycznym i wiarygodności

<sup>6</sup> [www.finanse.mf.gov.pl/zadluzenie-skarbu-panstw](http://www.finanse.mf.gov.pl/zadluzenie-skarbu-panstw) (10.02.2014).

<sup>7</sup> Dane Ministerstwa finansów: [www.finanse.gov.pl/pl/zadluzenie-skarbu-panstwa](http://www.finanse.gov.pl/pl/zadluzenie-skarbu-panstwa) (2.02.2014).

<sup>8</sup> Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych na lata 2001–2014, s. 5, [www.finanse.mf.gov.pl/documents/766655/4a24b3e3-2327-44df-9d6f-0b54dc0217e3](http://www.finanse.mf.gov.pl/documents/766655/4a24b3e3-2327-44df-9d6f-0b54dc0217e3) (10.02.2014).

finansowej na rynku globalnym. Mimo tych wad finansowania potrzeb pożyczkowych ze środków zagranicznych, ich udział w finansowaniu rośnie, co wynika z ogromnych potrzeb pożyczkowych i braku kapitału wewnętrznego. Dodatkowo pojawiają się w literaturze pojęcia potrzeb pożyczkowych brutto i potrzeb pożyczkowych netto wynikające z problemu rolowania długu. Pojęć tych nie stosuje ustawodawca, a określają one potrzeby wynikające z nowych zobowiązań sektora publicznego (potrzeby pożyczkowe netto) i całość zobowiązań, czyli potrzeby pożyczkowe netto powiększone o koszty wykupu zobowiązań w danym roku. W okresie 2001–2011 udział rolowania długu we wszystkich potrzebach pożyczkowych państwa wynosił 67% i musiał wpłynąć na rynki finansowe. Rosnący dług i duża skala jego refinansowania są ujemnym determinantem rynku, a najprostszą ich konsekwencją jest rosnący koszt nowego zadłużenia (Ziółkowska 2013: 359, 544). Bony skarbowe jako potencjalny instrument rynku pieniężnego nie służą jedynie regulacji potrzeb pożyczkowych państwa oraz bezpośrednio wpływaniu na poziom tego zadłużenia. Bony są także punktem odniesienia oprocentowania obligacji samorządowych, a także papierem zabezpieczającym kredyt lombardowy NBP (Antkiewicz 2011: 191). Mogą służyć jako zabezpieczenie także przy innych operacjach oraz jako sposób określania kosztu pozyskiwania pieniądza na rynku. Instrument ten może być atrakcyjnym rozwiązaniem dla posiadaczy znacznych nadwyżek finansowych na krótki okres. Ich bezpieczeństwo i płynność pozwala na wykorzystanie jako aktywa kwalifikowane, stanowiące zabezpieczenie transakcji lub jako przedmiot obrotu na rynku wtórnym<sup>9</sup>. Szereg wymienionych zalet nakazuje klasyfikować bony skarbowe jako instrument o większym znaczeniu dla rynku finansowego niż tylko sposób pozyskiwania przez państwo krótkoterminowych pożyczek na rynku hurtowym.

Innym aspektem państwa jako podmiotu na rynkach finansowych jest zagadnienie wiarygodności finansowej rządu czy nawet całego sektora finansów publicznych, co w dobie globalizacji rynków ma ogromne znaczenie. Ocena wiarygodności finansowej – rating – jest miarą ryzyka związanego z inwestycją w papiery dłużne emitenta i nadawana jest przez agencje ratingowe na podstawie ryzyka ekonomicznego, politycznego i społecznego. Agencje ratingowe oceniając wiarygodność papierów skarbowych, biorą pod uwagę zarówno poziom deficytu budżetowego, jak i inne elementy sytuacji fiskalnej danego kraju. Ocena ratingowa przekłada się bezpośrednio na warunki, na jakich mogą być emitowane obligacje zagraniczne. Konsekwencją obniżenia wiarygodności finansowej będą więc wyższe koszty zaciągania zobowiązań. Wiarygodność ta ma też szersze znaczenie dla całego rynku krajowego i w efekcie wiąże się z możliwością pozyskania kapitału także przez podmioty pozarządowe i ma wpływ na napływ inwestycji zagranicznych (Wernik 2011: 102). Ponadto informacje o planowanym deficycie budżetowym, jego skali oraz dynamice są kluczowymi informacjami dla rynku finansowego, ponieważ to właśnie rynek finansowy ostatecznie go sfinansuje.

<sup>9</sup> Szerzej na temat bonów skarbowych i pieniężnych Czechowska (2010): 83 i n.

**Tabela 1**

Aktualny rating dla Polski. Aktualizacja: 30.08.2013, 14:06

Agencja ratingowa	Waluta zagraniczna		Waluta krajowa		Perspektywa
	długoterminowa	krótkoterminowa	długoterminowa	krótkoterminowa	
Fitch	A-	F2	A	No	stabilna
Moody's	A2	P-1	A2	P-1	stabilna
Standard & Poor's	A-	A-2	A	A-1	stabilna

No – nie podlega ocenie.

Źródło: [www.finance.mf.gov.pl/web/wp/dlug-publiczny/rating/rating-biezacy](http://www.finance.mf.gov.pl/web/wp/dlug-publiczny/rating/rating-biezacy) (10.09.2013).

Wpływ deficytu na rynki finansowe można także rozpatrywać jako relację zwrotną, szczególnie w świetle ostatniego kryzysu finansowego, gdzie np. ogromny 32% deficyt budżetowy Irlandii był spowodowany koniecznymi dopłatami z budżetu do sektora finansowego<sup>10</sup>. W Polsce sektor finansowy jest stabilny, nie było i nie ma u nas zagrożenia destabilizacji finansów publicznych przez niestabilny rynek finansowy, w szczególności bankowy. Jednak analizując szeroko rynek finansowy i ciągle zamieszanie związane z OFE trzeba przyznać, że i ten element rynku destabilizująco wpływa zarówno na deficyt budżetowy, jak i na rynek finansowy w ogóle<sup>11</sup>.

Powyższe rozważania dowodzą, iż gospodarka publiczna, a także deficyt budżetowy i dług publiczny mają wpływ nie tylko na finanse państwa, ale na całość gospodarki krajowej, a przy obecnie występującej gospodarce globalnej można nawet stwierdzić, że deficyt budżetowy konkretnego państwa i instrumenty wykorzystywane do jego pokrycia mają wpływ na gospodarkę w ogóle. Wpływ globalny ma mniejsze znaczenie dla bieżących rozważań, tym bardziej, że polska gospodarka nie jest znaczącym podmiotem na rynku światowym. Jednak w ujęciu wewnętrznym finanse publiczne w Polsce mają znaczący wpływ na gospodarkę i tym samym na rynki finansowe. Państwo jako kluczowy podmiot na rynku finansowym kształtuje jego instrumenty i zachowania, pomijając nawet prawotwórczą rolę państwa. Pozycja bonów skarbowych na polskim rynku w ciągu ostatnich 20 lat pokazuje jak jeden podmiot może zmienić ogólne zasady – np. że popyt, a nie podaż, napędza koniunkturę. Zasada ta, dość powszechna na rynku, nie ma zastosowania do tych instrumentów, gdyż to emitent kształtuje jednocześnie instrument i pośrednio jego pozycję na rynku, dodatkowo wpływając np. na obiektywny koszt pieniądza i podaż pieniądza na rynku.

<sup>10</sup> Irlandia ratuje banki ryzykując deficyt 32% PKB, Forbes, [www.forbes.pl/artykuly/sekcje/aktualnosci/irlandia-ratuje-banki-ryzykujac-deficyt-32-proc--pkb,7114,1](http://www.forbes.pl/artykuly/sekcje/aktualnosci/irlandia-ratuje-banki-ryzykujac-deficyt-32-proc--pkb,7114,1) (19.09.2013).

<sup>11</sup> 5 września 2013 r. na WGPW indeks WIG20 spadł o 4,6%, dzień wcześniej o 2%. Była to nerwowa reakcja inwestorów zagranicznych, bojących się zapowiadanych lakonicznie przez Ministra Finansów J. Rostowskiego zmian w OFE; zob. szerzej: Prusek (2013): 17.



## Literatura

- Antkiewicz S. (2011), *Polski rynek obligacji i innych papierów wartościowych*, Gdańsk, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, s. 191.
- Bień W. (2008), *Rynek papierów wartościowych*, Warszawa, Difin, s. 92.
- Chądzyński M. (2014), *Ministerstwo Finansów odkupiło od banków bony skarbowe warte ponad 2 mld zł*, [http://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/346180,ministerstwo\\_finansow\\_odkupilo\\_od\\_bankow\\_bony\\_skarbowe\\_warte\\_ponad\\_2\\_mld\\_zl.html](http://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/346180,ministerstwo_finansow_odkupilo_od_bankow_bony_skarbowe_warte_ponad_2_mld_zl.html) (2.02.2014).
- Czechowska D. (2010), *Instrumenty dłużne w gospodarce*, Warszawa, CeDeWu, s. 84.
- Wernik A. (2011), *Finanse publiczne*, Warszawa, PWE, s. 107.
- Ziółkowska W. (2013), *Potrzeby pożyczkowe Skarbu Państwa*, w: *Zarządzanie i finanse*, red. W. Golnau, Gdańsk, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, s. 543.

### THE KEY ROLE OF THE STATE IN FORMING THE FINANCIAL MARKET IN POLAND, BASED ON THE EXAMPLE OF TREASURY BILLS

**Abstract:** The aim of this study is to show the key role of the state in forming the financial market in Poland, based on the example of Treasury Bills. The author analyses Treasury Bills as the instrument that on the one hand finances the loan needs of the state, and on the other hand influences other institutions and instruments of the financial market. The study does not include the aspect of forming the financial market within the scope of its legislative function at all. The author proves that the public economy, as well as the budget deficit, and the national debt have influence not only over state finances, but over the whole domestic economy; and taking into account the global economy that is appearing currently, one can state that the national debt of a state and instruments used to pay it have influence over the economy in general.

**Keywords:** public finances, Treasury Bills

## Cytowanie

- Smolny K. (2014), *Kluczowa rola państwa na rynku finansowym na przykładzie bonów skarbowych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 804, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 67, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 657–665; [www.wneiz.pl/frfu](http://www.wneiz.pl/frfu).

