

Strategie zarządzania długiem państwa w krajach Europy Środkowo-Wschodniej – instrument zarządzania długiem czy tylko zwiększania przejrzystości finansów publicznych

Debt management strategies in the countries of Central and Eastern Europe – an instrument of debt management or just increasing transparency of public finances?

Michał Bitner

ORCID: 0000-0002-3856-5141

Streszczenie

Przedmiotem badania jest zakres treści strategii zarządzania długiem publicznym w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Zasadniczym problemem badawczym opracowania jest określenie roli, jaką formalne strategie zarządzania długiem odgrywają we współczesnych publicznych procesach finansowych. Czy – jak sugeruje ich nazwa – stanowią rzeczywiste narzędzie strategicznego zarządzania długiem, a zatem strategie wyznaczające specyficzne, mierzalne cele oraz działania mające prowadzić do osiągnięcia tych celów w pewnym okresie, czy też – wbrew nazwie – są jedynie instrumentem informowania o strukturze portfela długu i poszukiwania legitymizacji podjętych w przeszłości rozstrzygnięć dotyczących tej struktury, adresowanym przede wszystkim do agencji ratingowych, a w drugim rzędzie – do inwestorów i opinii publicznej.

Słowa kluczowe: strategia zarządzania długiem państwa, koszt obsługi zadłużenia, ryzyko rynkowe, struktura portfela długu, relacja odwrotna między kosztem a ryzykiem.

Abstract

The paper investigates the contents of public debt management strategies in Central and Eastern European countries. The fundamental research problem of the research is to determine the role that formal debt management strategies play in contemporary public financial processes. Do they – as their name suggests – constitute a real tool for strategic debt management, i.e. strategies that set specific measurable objectives and actions that are to lead to the achievement of these objective over a certain period of time, or – contrary to their name – are they merely an instrument for informing about the structure of the debt portfolio and seeking legitimacy for past decisions regarding this structure addressed primarily to rating agencies and secondarily to investors and the public.

Keywords: government debt management strategy, cost of debt service, market risk, debt portfolio structure, cost – risk trade-off.

1. UWAGI WPROWADZAJĄCE

Zarządzanie długiem publicznym w najprostszym, ale niezwykle trafnym ujęciu jest procesem ustalania i wykonywania strategii zarządzania długiem, realizowanym w celu uzyskania pożądaných kwot środków pożyczkowych po możliwie najniższym koszcie obliczanym w średnim lub długim okresie, z zachowaniem rozsądnego poziomu związanych z tym ryzyk¹. Poza tym zasadniczym celem proces może zmierzać do osiągnięcia wyznaczonych celów dodatkowych, np. rozwoju efektywnego rynku skarbowych papierów wartościowych w danym kraju. W szerszym kontekście gospodarczym

zarządzanie długiem musi prowadzić do spełniania odpowiednich wymagań związanych z osiągnięciem i utrzymaniem stabilności fiskalnej, które z kolei oparte są na przyjętych założeniach dotyczących „dopuszczalnego” czy „bezpiecznego” poziomu zadłużenia lub wielkości płatności składających się na obsługę długu (ostatecznie „wyplacalność” państwa oznacza jego zdolność do obsługi zadłużenia, także w przypadku pogorszenia warunków składających się na otoczenie finansowe i gospodarcze).

Jakkolwiek ustalenia i mechanizmy stosowane w związku z zarządzaniem długiem są w dużej mierze przedmiotem

wyboru politycznego (dotyczy to np. zakresu zadań osób zajmujących się zarządzaniem długiem, poziomu tolerancji poszczególnych ryzyk, zasad zarządzania zobowiązaniami warunkowymi), wiele z nich – jako „rozsądne praktyki zarządzania długiem” – jest przedmiotem szerokiego konsensusu, stanowi w szczególności przedmiot standardów czy wytycznych zalecanych do stosowania przez organizacje międzynarodowe, w szczególności Międzynarodowy Fundusz Walutowy (dalej: MFW). Niektóre ogólne wymagania w dziedzinie zarządzania długiem publicznym wynikają także z zasad przyznawania ratingu „suwerenom” (krajom), formułowanych przez poszczególne agencje ratingowe, ale odzwierciedlających rynkowy konsensus dotyczący „dobrych praktyk” w tym zakresie².

W odróżnieniu od dotychczasowego piśmiennictwa poświęconego strategiom zarządzania długiem, skoncentrowanego na długookresowym celu polityki fiskalnej utrzymania długu publicznego na „bezpiecznym” poziomie³, przedmiotem niniejszego opracowania jest porównawcza analiza zakresu treści tzw. formalnych strategii zarządzania długiem, tj. dokumentów odpowiadających (przynajmniej w części) standardom publikowanym w tej dziedzinie przez MFW. Ustalenia tych dokumentów powiązane są w różnorodny sposób z zasadniczymi celami polityki fiskalnej i instrumentami realizacji tych celów, niemniej jednak stanowią odrębne narzędzie służące do zarządzania długiem państwa, rozumianego jako uczynienie najlepszego użytku z możliwości rynkowych przy założeniu konieczności sfinansowania potrzeb pożyczkowych o określonej wysokości⁴.

Zasadniczym problemem badawczym opracowania jest określenie roli, jaką formalne strategie zarządzania długiem odgrywają we współczesnych publicznych procesach finansowych. Czy – jak sugeruje ich nazwa – stanowią rzeczywiste narzędzie strategicznego zarządzania długiem, a zatem strategie wyznaczające specyficzne, mierzalne cele oraz działania mające prowadzić do osiągnięcia tych celów w pewnym okresie, czy też – wbrew nazwie – są jedynie instrumentem informowania o strukturze portfela długu i poszukiwania legitymizacji podjętych w przeszłości rozstrzygnięć dotyczących tej struktury, adresowanym przede wszystkim do agencji ratingowych, a w drugim rzędzie do inwestorów i opinii publicznej. Pewną wskazówką w tej mierze mogą być ustalenia dotyczące normatywnych zasad ich opracowywania i realizacji, decydujące znaczenie ma jednak porównawcza analiza ich treści. Normy kompetencyjne stanowiące podstawę realizacji działań niewładczych mogą mieć przecież charakter ogólny lub programowy i nie poddawać się klasycznej analizie dogmatycznej. Teoretycznie wyobrażalna jest więc sytuacja, w której *prima facie* rozbudowane podstawy prawne prowadzą do opracowywania dokumentów bez większego znaczenia dla realizacji określonych polityk publicznych, jak również sytuacja, w której dany dokument stanowi faktycznie realizowany program działania mimo, oględnie mówiąc, swego niedookreślonego kształtu normatywnego.

Przedmiotem analizy są strategie zarządzania długiem publicznym w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, przy czym pojęcie to rozumiane jest w sensie bardziej geograficznym niż odzwierciedlającym nazewnictwo przyjęte przez niektóre organizacje międzynarodowe. Badaniem objęto

formalne strategie, a w ich braku – dokumenty, które w ograniczonym zakresie odpowiadają treścią formalnym strategiom zarządzania długiem, opracowywane przez podmioty zarządzające długiem państwa w największych gospodarkach regionu, będących państwami członkowskimi Unii Europejskiej. Badanie stanowi użyteczne uzupełnienie analiz dotyczących wpływu poszczególnych czynników na rentowność obligacji „skarbowych” krajów Europy Środkowo-Wschodniej⁵.

2. MIĘDZYNARODOWE STANDARDY W ZAKRESIE STRATEGII ZARZĄDZANIA DŁUGIEM

Centralnym pojęciem przytoczonej wyżej definicji zarządzania długiem jest „strategia”, co odzwierciedla koncepcję tego zarządzania jako procesu realizującego pewne z góry (z wyprzedzeniem, *ex ante*) przyjęte cele, założenia i środki osiągania wyznaczonych celów przy przyjętych założeniach. Strategia zarządzania długiem jest więc swojego rodzaju planem, w którym cele zarządzania długiem są zoperacjonalizowane, tj. uszczegółowione i powiązane z działaniami służącymi do realizacji tych szczegółowych celów. Formalizacja tego planu jako dokumentu o określonej zawartości wydaje się postulatem oczywistym. Nadaje tej dziedzinie finansów publicznych pożądaną cechę przejrzystości; nie pozostawia wątpliwości co do jednostki albo organu, które strategię opracowują; umożliwia normatywną regulację jego opracowania jako czynności konwencjonalnej, następnie zaś publikację (podanie do publicznej wiadomości); ułatwia okresową ewaluację lub audyt (dokonywane przez podmiot zewnętrzny w stosunku do jednostki lub organu opracowujących strategię). Stąd metodologie ratingu uznają za pożądane posiadanie „formalnego planu”, „formalnej polityki”, „sformalizowanej wieloletniej strategii”. MFW wraz z Bankiem Światowym (dalej: BŚ) formalną strategię zarządzania długiem uczynił zaś jednym z przedmiotów wytycznych w zakresie zarządzania długiem publicznym⁶, a następnie uszczegółowił kwestie związane z opracowywaniem strategii⁷.

Najogólniej biorąc, strategia zarządzania długiem ustala pożądany skład całego portfela długu, tym samym odzwierciedla preferencje rządu w zakresie „odwrotnej relacji wymiennej” między poszczególnymi czynnikami ryzyka⁸ a kosztem obsługi zadłużenia⁹. Strategia powinna wobec tego koncentrować się na zarządzaniu ekspozycjami na ryzyko ucieleśnionymi w danym portfelu długu, uwzględniać możliwą zmienność kosztu obsługi zadłużenia oraz wpływ tych zmian na budżet państwa i wielkość długu. Strategia realizowana jest przez zaciąganie nowego długu oraz różne operacje w zakresie zarządzania zobowiązaniami finansowymi.

Zgodnie z zaleceniami MFW i BŚ minimalny zakres treściowy strategii obejmuje cztery zespoły zagadnień.

Po pierwsze, strategia powinna ustalać cele zarządzania długiem, zakres strategii oraz rodzaje ryzyk, które w ramach strategii podlegają manipulowaniu. Standardy posługują się pojęciem celów zarządzania długiem w dwóch znaczeniach. Z jednej strony pojęcie to oznacza ogólne cele każdego procesu zarządzania długiem (tj. pozyskanie pożądanego w danym czasie kwot środków pożyczkowych po możliwie najniższym koszcie obliczanym w średnim lub długim okresie, z zachowaniem rozsądnego poziomu związanych z tym ryzyk), z drugiej – cele specyficzne dotyczące struktury całego port-

fela długu. Cele specyficzne powinny być mierzalne i ustalone przy wykorzystaniu mierników odnoszących się w szczególności do kosztu portfela długu¹⁰ oraz ekspozycji na poszczególne czynniki ryzyka rynkowego, tj. ryzyko stopy procentowej¹¹, ryzyko refinansowania¹², ryzyko kursowe¹³. Podmiotowy zakres strategii powinien obejmować – jako minimum – bezpośredni dług (krajowy i walutowy) podsektora centralnego. Skoro jednak strategia wyznacza cele szczegółowe i sposoby ich osiągnięcia, ogólnie biorąc – powinna obejmować dług, którego strukturę (a więc i ekspozycje na poszczególne ryzyka) osoby realizujące strategię mogą kształtować, czyli dług państwa (Skarbu Państwa). W każdym razie rozszerzenie zakresu strategii na cały dług państwa i kwestie zarządzania płynnością umożliwiają integrację poszczególnych elementów zarządzania finansowego w ramach zarządzania aktywami i zobowiązaniami (ang. *Assets-Liabilities Management* – ALM), co jest rozwiązaniem postulowanym.

Po drugie, strategia powinna zawierać informacje dotyczące istniejącego portfela długu wraz z opisem zmian w czasie wielkości długu i jego składu, opisem zmian odpowiednich zmiennych rynkowych i komentarzem dotyczącym zmian długu.

Po trzecie, dokument powinien obejmować prognozy w zakresie przyszłego otoczenia zarządzania długiem, tj. projekcje podstawowych wielkości fiskalnych, założenia dotyczące kursów walutowych i stóp procentowych oraz wszelkich znanych ograniczeń wyboru elementów struktury portfela (np. dotyczących rozwoju rynku instrumentów dłużnych albo polityki pieniężnej).

Zasadniczym składnikiem formalnej strategii jest rzeczynista strategia zarządzania długiem obejmująca:

- 1) opis analizy leżącej u jej podstaw wraz z przyjętymi założeniami i ograniczeniami;
- 2) opis pożądanego składu długu wraz z zasadniczymi argumentami za takim składem oraz omówieniem zasadniczych czynników ryzyka, które wpłynęły na kształt strategii;
- 3) opis zakładanego postępu na drodze do osiągnięcia pożądanego składu w horyzoncie planowania (3-5 lat) wraz z określeniem zakresu kluczowych wskaźników ryzyka dotyczącego portfela oraz program finansowania;
- 4) zarys szczególnych działań planowanych w celu zarządzania ryzykami niemierzalnymi albo wspierających rozwój rynku (np. plany ustanowienia nowych zasad ewidencji długu albo systemu dealerów pierwotnych);
- 5) zarys procesu okresowego przeglądu aktualności kluczowych założeń i odpowiedniości strategii;
- 6) opis procesu realizowanego w razie znaczącej zmiany okoliczności poza regularnym cyklem przeglądu.

Zasadniczym elementem właściwej strategii jest więc ustalenie docelowej struktury portfela długu oraz docelowej wartości wskaźników kosztu lub ryzyka. W razie braku wcześniejszych doświadczeń z opracowywaniem strategii wytyczne dopuszczają opisowe formułowanie wskaźników (np. zwiększanie udziału długu w walucie krajowej albo stopniowe wydłużanie okresu spłaty). Ostatecznie postulowane jest jednak ustalenie specyficznych wskaźników struktury długu, kosztu i ryzyka oraz precyzyjne ustalenie ich wysokości (np. ustalenie wartości docelowej udziału

długu wyrażonego w walucie krajowej w wysokości 60% wartości długu ogółem).

Treściowemu zakresowi strategii jako dokumentu w znacznej mierze odpowiadają zidentyfikowane w standardach MFW etapy procesu opracowywania strategii. W pierwszej kolejności standardy zalecają ustalenie celów zarządzania długiem oraz zakresu strategii zarządzania długiem. W istocie chodzi jednak o cele ogólne, które właściwie nie powinny podlegać ustalaniu, odpowiadają bowiem „misji” każdej działalności określanej mianem zarządzania długiem (pokrywanie potrzeb pożyczkowych we właściwym czasie, po możliwie najniższym koszcie odpowiadającym jednak dopuszczalnym, rozsądnym poziomom ryzyka). Cele ogólne różnią się od celów szczegółowych m.in. brakiem mierników, przy pomocy których ustala się stopień ich realizacji. Miernikiem takim nie może być także żaden ze wskaźników kosztu portfela długu, skoro celem strategii nie jest prosta minimalizacja kosztu, ale minimalizacja kosztu przy przestrzeganiu przyjętych ograniczeń ekspozycji na poszczególne czynniki ryzyka rynkowego. Istotne mogą być natomiast ustalenia dotyczące drugorzędnych celów ogólnych zarządzania długiem, np. wspieranie rozwoju krajowego rynku instrumentów dłużnych albo wspieranie realizacji polityki monetarnej lub kursowej.

Kolejnym działaniem jest charakterystyka dotychczasowej strategii oraz kosztu i ryzyk związanych z istniejącym długiem z wykorzystaniem stosowanych w strategii wskaźników. Należy w tym celu zgromadzić i przeanalizować dane obejmujące wielkość długu i tworzące go rodzaje instrumentów, jego strukturę walutową i konstrukcję oprocentowania (stałoprocentowy, zmiennoprocentowy, indeksowany), podmioty finansujące, rozmiary ekspozycji na poszczególne czynniki ryzyka (mierzone przy użyciu przyjętych w strategii wskaźników) wskazujące obszary (źródła) wrażliwości portfela długu na te czynniki. Opis i ocena wykorzystywanych instrumentów finansowania stanowią wprowadzenie do analizy potencjalnych, dostępnych źródeł finansowania, ze wskazaniem związanych z nimi kosztów i ryzyk. Następnie powinny zostać opracowane projekcje bazowe (oparte na najbardziej prawdopodobnym scenariuszu) w kluczowych obszarach polityki finansowej: fiskalnym (z kształtowaniem się wyniku pierwotnego państwa i podsektora centralnego na czele), monetarnym (inflacja), kursowym (kurs walutowy) i „rynkowym” (krzywa dochodowości). Projekcje opracowywane są wraz z opisem ryzyk dla tych projekcji wykorzystujących scenariusze poszczególnych ryzyk przyjęte w „analizie bezpieczeństwa długu”. Projekcjom tym powinien towarzyszyć przegląd czynników strukturalnych o długookresowym oddziaływaniu, dotyczącym zarówno celów ogólnych zarządzania długiem, jak i celów szczegółowych ustalonych w strategii, wpływających więc także pośrednio na decyzje dotyczące struktury portfela długu (np. udział surowców w eksporcie wyrażający poziom uzależnienia od cen surowców, perspektywy dostępu do preferencyjnego finansowania, długoterminowe trendy realnego kursu walutowego oraz trendy inflacyjne).

Standardy MFW zalecają również przeprowadzenie oceny ograniczonej liczby alternatywnych strategii zarządzania długiem, zakładających określoną relację między kosztem a ryzykiem. Punktem wyjścia powinna być dotychczasowa strategia, niemniej jednak analiza powinna objąć potencjalne

„konkurencyjne” strategie ograniczające różne kluczowe obszary wrażliwości na ryzyko. W braku specyficznych narzędzi ilościowych służących do analizy alternatywnych strategii zarządzający długiem powinni rozważyć, jakie charakterystyki długu i jego składu ograniczają kluczowe obszary wahań lub stanowią bufor chroniący przed wpływem wskazanych ryzyk, i ocenić potencjalne koszty osiągnięcia takiego składu długu (np. w przypadku znacznej ekspozycji na wstrząsy zewnętrzne przy dużej zmienności kursu walutowego albo w razie ryzyka trendu spadkowego zarządzający długiem mogą dążyć do unikania pogarszania przez redukcję finansowania zewnętrznego). Rezultatem tej fazy prac powinno być ustalenie bardzo ograniczonej liczby strategii (i relacji kosztu i ryzyka), między którymi należy dokonać wyboru opartego na ustaleniach:

- 1) w jaki sposób koszty zmieniają się w zależności od scenariuszy ryzyk,
- 2) w jakim stopniu strategie ograniczają obszary wrażliwości i realizują cele zarządzania długiem (w tym w zakresie wpływu na rynek instrumentów dłużnych),
- 3) czy każda strategia jest wykonalna z uwagi na dostępne źródła finansowania itp.

Wybór strategii powinien zostać skonsultowany z odpowiednimi władzami fiskalnymi i monetarnymi, następnie zaś przedłożony do zatwierdzenia „najwyższemu organowi odpowiedzialnemu za zarządzanie długiem”. Zatwierdzona strategia podlega publikacji jako „formalna strategia zarządzania długiem”, zawierająca opis celów i zakresu strategii, ewaluację długu istniejącego, opis bieżącego i projekcje oczekiwanego otoczenia makroekonomicznego, właściwą strategię z omówieniem czynników, które wpłynęły na jej wybór, włącznie z kluczowymi czynnikami ryzyka, którymi strategia ma zarządzać.

3. STRATEGIE ZARZĄDZANIA DŁUGIEM W WYBRANYCH KRAJACH EUROPY ŚRODKOWEJ I WSCHODNIEJ

3.1. Zakres strategii

Z wyjątkiem strategii rumuńskiej żadna ze strategii zarządzania długiem w krajach Europy Środkowo-Wschodniej nie określa *expressis verbis* swojego podmiotowego zakresu, tzn. długu, do którego się odnosi. Zakres strategii zarządzania długiem zależy od kompetencji podmiotu ustalającego i realizującego strategię. Prawny status, forma organizacyjna i umiejscowienie tego podmiotu w strukturach administracji publicznej mogą być różne, zawsze jednak jego zasadnicza funkcja związana jest z finansowaniem potrzeb pożyczkowych władz terytorialnych najwyższego szczebla. W Polsce podmiotem tym jest minister finansów, któremu przepisy prawa powierzają zarządzanie długiem Skarbu Państwa¹⁴ wynikającym przede wszystkim z finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa¹⁵. Choć więc strategia zarządzania długiem w Polsce tradycyjnie tytułowana jest jako „strategia zarządzania długiem publicznym”, w istocie jest ona strategią zarządzania długiem Skarbu Państwa. Ponieważ jednak przepisy prawa nakładają na ministra finansów obowiązek opracowywania „strategii zarządzania długiem Skarbu Państwa oraz oddziaływania na państwowy dług publiczny”, strategie za-

wierają rozdział „oddziaływanie na dług sektora finansów publicznych”, w którym wzmiankowane są zmiany norm prawnych mających związek z zaciąganiem zobowiązań finansowych przez inne niż Skarb Państwa jednostki sektora finansów publicznych.

Strategie zarządzania długiem w pozostałych krajach Europy Środkowo-Wschodniej nie zawierają żadnych odniesień do długu sektora instytucji rządowych i samorządowych innego niż „dług państwa”. Źródłem potrzeb pożyczkowych państwa mogą być jednak nie tylko potrzeby pożyczkowe budżetu państwa, ale również potrzeby pożyczkowe innych jednostek objętych jednolitym rachunkiem skarbowym¹⁶.

W Czechach podmiotem odpowiedzialnym jest minister finansów obsługiwany w tym zakresie przez wydział zarządzania długiem i aktywami finansowymi (Debt and Financial Assets Management Department), strategia (The Czech Republic Funding and Debt Management Strategy) obejmuje więc dług finansujący potrzeby pożyczkowe budżetu państwa.

Na Węgrzech obowiązek finansowania deficytu budżetu państwa obciąża ministra odpowiedzialnego za finanse publiczne¹⁷, który powierza to zadanie¹⁸ jednoosobowej spółce, w której wykonuje uprawnienia zgromadzenia wspólników – Agencji Zarządzania Długiem Państwa (Államadósság Kezelő Központ – ÁKK). Strategia zarządzania długiem w sensie materialnym (jako zestaw dyrektyw, a nie dokument o określonej strukturze) ustalana jest przez ministra finansów, ÁKK publikuje natomiast corocznie dokument z „perspektywą zarządzania długiem”. Zawiera on rozdział podsumowujący dyrektywy zarządzania długiem na dany rok, zatytułowany „strategia zarządzania długiem”. Perspektywy zarządzania długiem dotyczą długu, za który odpowiedzialny jest minister finansów (i ÁKK), tzn. długu państwa.

Na Słowacji zadania związane z zarządzaniem długiem wykonuje na rzecz ministra finansów¹⁹ Agencja Zarządzania Długiem i Płynnością (ARDAL), której dyrektor jest powoływany (i odwoływany) przez ministra. Formalne strategie zarządzania długiem były opracowywane przez ARDAL do 2015 r.²⁰ Od tego czasu Agencja publikuje corocznie „stan i perspektywy długu” – dokument zawierający także informacje o pożądanym wielkościach parametrów poszczególnych ryzyk portfela. Dług objęty strategią to „dług państwa” finansujący potrzeby pożyczkowe budżetu państwa oraz innych jednostek tworzących „system skarbu państwa”²¹.

Rumuńska strategia zarządzania długiem opracowywana jest przez działającą w strukturze ministerstwa finansów Dyрекcję Generalną Skarbu i Długu Publicznego. Treść i konstrukcja tego dokumentu najściślej odpowiadają standardom MFW, w szczególności obejmują także rozdział określający podmiotowy zakres strategii – dług zaciągany bezpośrednio przez rząd reprezentowany przez ministra finansów, z wyjątkiem pożyczek finansowanych środkami dostępnymi na rachunku bieżącym skarbu państwa (tzw. finansowania przejściowego)²² oraz instrumentów zarządzania płynnością. Obydwie formy korzystania ze środków pożyczkowych zostały określone jako narzędzia zarządzania płynnością, a nie instrumenty finansowania średniokresowego. Niemniej załącznik do strategii określa „politykę ulepszania zarządzania płynnością oraz planowane w tym zakresie działania”.

Strategia zarządzania długiem rządowym w Bułgarii opracowywana jest przez ministra finansów zgodnie z przepisami ustawy o długu rządowym²³ oraz ustawy o finansach publicznych²⁴. Zakresem podmiotowym strategii objęty jest cały „dług rządowy” emitowany zgodnie z przepisami ustawy o długu rządowym, tzn. zobowiązania finansowe zaciągane w imieniu i na rachunek rządu (art. 2) przez ministra finansów (art. 12 ust. 1 i 2), w formie papierów wartościowych lub pożyczek (art. 4), finansujące potrzeby pożyczkowe określone w art. 5 (w szczególności deficyt budżetu).

W Grecji zarządzanie długiem państwa jest zadaniem Agencji Zarządzania Długiem Publicznym (Οργανισμός Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους – Ο.Δ.-ΔΗ.Χ)²⁵, będącej instytucją samodzielną administracyjnie i finansowo, nadzorowanej przez ministra finansów²⁶. Przepisy prawa nakładają na Agencję obowiązek opracowywania „programu zarządzania długiem państwa greckiego”²⁷ („corocznie albo w razie potrzeby w innych okresach”). Powinien on zawierać podstawowe zasady strategii pożyczkowej i zarządzania. Zatwierdzany jest następnie przez ministra finansów²⁸. W praktyce obowiązek ten jest realizowany przez coroczne ogłaszanie „strategii finansowania publicznego”²⁹, która nie formułuje jednak szczegółowych celów (limitów, wskaźników docelowych) ani w perspektywie rocznej, ani w perspektywie wieloletniej. Zawiera natomiast informacje o bieżącej strukturze długu państwa i odzwierciedlających ją wskaźnikach ekspozycji na ryzyko, jak również podstawowe dane i prognozy obejmujące dług całego sektora instytucji rządowych i samorządowych.

3.2. Cele szczegółowe strategii

Celem ogólnym każdego zarządzania długiem publicznym jest pozyskanie środków zaspokajających potrzeby pożyczkowe w odpowiednich terminach i jak najtaniej, przy uwzględnieniu przyjętych założeń dotyczących ekspozycji na poszczególne czynniki ryzyka. Skoro wycena instrumentów dłużnych dokonywana jest przez rynek, a czynniki wpływające na taką wycenę mogą być wprawdzie prognozowane, ale nie zakładane, żadna ze strategii nie ustala celów szczegółowych, rozumianych jako limity lub wartości docelowe, z wykorzystaniem wskaźników kosztu obsługi zadłużenia. Limity (wartości docelowe) określone są zatem w odniesieniu do czynników ekspozycji na poszczególne rodzaje ryzyka związanego z pozyskiwaniem środków pożyczkowych (odpowiednio do paradygmatu „relacji wymiennej” między kosztem a ryzykiem). Cele szczegółowe strategii zarządzania długiem należy zatem rozumieć jako limity wskaźników ryzyka, których podmiot zarządzający długiem (realizujący strategię) winien przestrzegać, tzn. powinien kształtować strukturę zadłużenia tak, by były one zachowywane.

Polska strategia w zakresie ryzyka finansowania ustala limit wskaźnika średniego okresu wymagalności (ATM) rynkowego³⁰ długu krajowego (długu wyemitowanego na rynku krajowym) oraz całego długu Skarbu Państwa. Pozostałe parametry ustalone zostały w sposób opisowy – przewidziano utrzymywanie w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa na rynku krajowym dominującej roli instrumentów średnio- i długoterminowych („przy uwzględnieniu sytuacji rynkowej”) oraz dążenie do równomiernego rozkładu wykupów w czasie. W odniesieniu do ryzyka kursowego

ustalony został limit udziału długu nominowanego w walutach obcych w długu Skarbu Państwa oraz limit efektywnego udziału (uwzględniającego transakcje na instrumentach pochodnych³¹). W zakresie ryzyka stopy procentowej strategia wyznacza limit ATR długu emitowanego na rynku krajowym. Ponadto przewidziano oddzielenie zarządzania ryzykiem stopy procentowej od zarządzania ryzykiem refinansowania, m.in. przez wykorzystanie obligacji o zmiennym oprocentowaniu, w tym również opartych na nowym wskaźniku referencyjnym, oraz możliwość wykorzystania instrumentów pochodnych i „obligacji inflacyjnych”, jak również utrzymywanie dominującego udziału instrumentów o oprocentowaniu stałym w długu Skarbu Państwa.

Strategia określiła również opisowe wskaźniki dla ryzyka płynności budżetu państwa oraz grupy „pozostałych rodzajów ryzyka” (w tym ryzyka kredytowego i operacyjnego). Eliminacji ryzyka dla płynności budżetu służyć ma efektywne zarządzanie „płynnymi aktywami przez lokaty złotowe i walutowe oraz operacje walutowe (obejmujące sprzedaż walut i transakcje pochodne)”³². Poziom zgromadzonych środków³³ ma być „wypadkową aktualnej i przewidywanej sytuacji budżetowej oraz rynkowej, z uwzględnieniem uwarunkowań sezonowych i dążenia do równomiernego rozkładu podaży skarbowych papierów wartościowych w ciągu roku”. Eliminacji ryzyka dla płynności służyć ma również dążenie do równomiernego rozkładu kosztów obsługi długu w poszczególnych latach, m.in. przez wykorzystywanie instrumentów pochodnych oraz ustalanie kuponów obligacji na poziomie nieznacznie poniżej ich prognozowanej rentowności. W ramach zarządzania pozostałymi rodzajami ryzyka przewidziano:

- 1) zawieranie transakcji z zastosowaniem instrumentów pochodnych z podmiotami o wysokiej wiarygodności kredytowej;
- 2) dywersyfikację ryzyka kredytowego przy zawieraniu transakcji z zastosowaniem instrumentów pochodnych;
- 3) stosowanie umów zabezpieczających;
- 4) dysponowanie infrastrukturą umożliwiającą zdalną realizację procesów związanych z zarządzaniem długiem.

Aktualne limity i wartości docelowe wskaźników ekspozycji na ryzyka określone w strategii przedstawiono w tabeli 1.

W czeskiej strategii w zakresie ryzyka refinansowania wskaźniki (limity i wartości docelowe) ustalone zostały dla udziałów długu krótkoterminowego (długu wymagalnego w okresie roku) oraz długu średnioterminowego (długu wymagalnego w okresie od roku do 5 lat) w portfelu długu państwa oraz dla średniego okresu wymagalności (ATM) całego długu (zob. tabela 2). Ryzyko stopy procentowej ograniczane jest wysokością wskaźnika udziału w portfelu długu podlegającego zmianie oprocentowania w okresie roku i średniego okresu zmiany oprocentowania (ATR). W odniesieniu do ryzyka kursowego limity dotyczą udziału ekspozycji walutowych netto wpływających na wartość długu oraz ekspozycji walutowych netto wpływających na wysokość płatności odsetkowych z tytułu obsługi zadłużenia.

Strategia węgierska³⁴ określa limity i wartości docelowe wskaźnika udziału długu nominowanego w walutach obcych w długu ogółem, udziału długu nominowanego w euro w długu nominowanym w walutach obcych (z uwzględnieniem wyników swapów walutowych), udziału długu zmiennopro-

Tabela 1. Wartości docelowe i limity ryzyk portfela długu w Polsce

Wskaźnik	Limit/wartość docelowa
ATM rynkowego długu krajowego (w latach)	≈4,5*
ATM rynkowego długu Skarbu Państwa (w latach)	co najmniej 5*
Udział długu nominowanego w walutach obcych	poniżej 25%*
Udział euro w długu nominowanym w walutach obcych	co najmniej 70%
ATR długu krajowego (w latach)	2,6-3,6

*Z uwzględnieniem możliwości przejściowych odchyleni wynikających z uwarunkowań rynkowych lub budżetowych.

Źródło: Ministerstwo Finansów, *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2024-2027*, Warszawa, wrzesień 2023 r., <https://orka.sejm.gov.pl/Druki9ka.nsf/0/9735BFFAB5C98138C1258A530027CC6D/%24File/3639-strategia%20zarz%C4%85dzania%20d%C5%82ugiem.pdf>, dostęp: 8.08.2024.

Tabela 2. Wartości docelowe i limity ryzyk portfela długu w Czechach

Wskaźnik	Limit/wartość docelowa
Udział długu krótkoterminowego w długu	20% i mniej
Udział długu średnioterminowego w długu	70% i mniej
ATM (w latach)	6,5
Udział długu podlegającego zmianie oprocentowania w okresie roku w długu	40% i mniej
ATR (w latach)	5-6
Udział ekspozycji walutowych wpływających na wartość długu w długu	10%*
Udział ekspozycji walutowych wpływających na wysokość odsetek w długu	10%*

* W przypadku nieoczekiwanych zmian kursu dopuszcza się odchylenie do 2 pkt proc. Limit został ustalony przy założeniu braku głębokich zmian kursu.

Źródło: Ministry of Finance, Debt and Financial Assets Management Department, *The Czech Republic Funding and Debt Management Strategy 2024. Second Half Update*, 28 June 2024.

centowego (obejmującego także całość długu krótkoterminowego) w długu ogółem, ATR i ATM długu ogółem oraz wskaźnik udziału obligacji detalicznych obejmowanych przez gospodarstwa domowe w długu ogółem (zob. tabela 3). Do zarządzania ryzykiem płynności budżetu służy natomiast ustalanie minimalnego salda jednolitego rachunku skarbowego na koniec dnia (dokument nie określa wysokości salda).

Na Słowacji ARDAL monitoruje wskaźniki ATM i *duration*, udział długu przypadającego do spłaty w ciągu roku, udział długu przypadającego do spłaty w ciągu 5 lat, udział niezabezpieczonych otwartych pozycji walutowych w zakresie długu państwa. Jak wynika z „perspektyw” na 2024 r., limity i wartości docelowe sformułowane w tym zakresie w strategii zarządzania długiem rządowym na lata 2015-2018 pozostają aktualne (zob. tabela 4).

Tabela 3. Wartości docelowe i limity ryzyk portfela długu na Węgrzech

Wskaźnik	Limit/wartość docelowa
Udział długu nominowanego w walutach obcych w długu podsektora centralnego	poniżej 30%
Udział długu nominowanego w euro w długu nominowanym w walutach obcych	95-100%
Udział długu zmiennoprocentowego w długu ogółem	20-40%
ATR (w latach)	więcej niż 4
ATM (w latach)	więcej niż 5,5
Udział obligacji detalicznych obejmowanych przez gospodarstwa domowe w długu ogółem	20-25%

Źródło: ÁKK Government Debt Management Agency, *Debt Management Outlook 2024*, Budapest, December 2023.

Tabela 4. Wartości docelowe i limity ryzyk portfela długu na Słowacji

Wskaźnik	Limit/wartość docelowa
Udział długu przypadającego do spłaty w ciągu roku	≈20%
Udział długu przypadającego do spłaty w ciągu 5 lat	≈55%
Udział długu podlegającego zmianie oprocentowania w ciągu roku	≈25%
Udział długu podlegającego zmianie oprocentowania w ciągu 5 lat	≈55%
Udział niezabezpieczonych otwartych pozycji walutowych w zakresie długu państwa w długu państwa ogółem	≤3%

Źródło: ARDAL, *Review 2023 and Outlook 2024*, January 2024; Ministry of Finance of the Slovak Republic, ARDAL, *Government Debt Management Strategy for the years 2015 to 2018*.

Strategia rumuńska uwzględnia:

- 1) w zakresie ryzyka kursowego – wskaźnik udziału długu nominowanego w walucie krajowej w długu ogółem oraz wskaźnik udziału długu nominowanego w euro w długu nominowanym w walucie obcej;
- 2) w zakresie ryzyka refinansowania – udział długu krótkoterminowego (do roku) w długu ogółem, udział długu krótkoterminowego w walucie krajowej w długu ogółem, ATM portfela długu oraz ATM długu nominowanego w walucie krajowej;
- 3) w zakresie ryzyka stopy procentowej – udział długu podlegającego zmianie oprocentowania w okresie roku, udział długu nominowanego w walucie krajowej podlegającego zmianie oprocentowania w okresie roku, ATR portfela długu oraz ATR długu nominowanego w walucie krajowej (zob. tabela 5).

Ponadto strategia określa opisowe wskaźniki odnoszące się do ryzyka operacyjnego:

- 1) ustanowienie stabilnej struktury organizacyjnej na potrzeby zarządzania długiem z jasno określonym zakresem

Tabela 5. Wartości docelowe i limity ryzyk portfela długu w Rumunii

Wskaźnik	Limit/wartość docelowa
Udział długu nominowanego w walucie krajowej w długi ogółem	45-60%
Udział długu nominowanego w euro w długi nominowanym w walutach obcych	75-90%
Udział długu krótkoterminowego (do roku) w długi ogółem	10-20%
Udział długu krótkoterminowego w walucie krajowej w długi ogółem	15-25%
ATM (w latach)	6,5-8,0
ATM długu nominowanego w walucie krajowej	4-6
Udział długu podlegającego zmianie oprocentowania w okresie roku	10-20%
Udział długu nominowanego w walucie krajowej podlegającego zmianie oprocentowania w okresie roku	15-25%
ATR	6,5-8,0
ATR długu nominowanego w walucie krajowej	4-6

Źródło: Ministry of Finance, Directorate-General for Treasury and Public Debt, *Government Debt Management Strategy 2023-2025*, Bucharest 2023.

odpowiedzialności, funkcjonującej w ramach ministerstwa finansów;

- 2) utrzymywanie systemu informacyjnego służącego do analizy, prognozowania i zarządzania długi ogółem i długi gwarantowanym w postaci oficjalnego rejestru długu publicznego i długu gwarantowanego;
- 3) dążenie do redukcji ryzyka operacyjnego przez stosowanie i przestrzeganie wewnętrznych standardów i systemów kontroli wewnętrznej;
- 4) ustanowienie szczegółowych zasad i procedur działania jednostki organizacyjnej odpowiedzialnej za zarządzanie długi ogółem.

Strategia zarządzania długi ogółem w Bułgarii nie tyle wyznacza docelowe wielkości wskaźników, ile informuje o ich prognozowanych wartościach w okresie „obowiązywania” strategii (tj. 3 lat). Ponieważ jednak w części sprawozdawczej (opisującej rezultaty dotychczasowych procesów zarządzania długi ogółem) wartości rzeczywiste porównywane są z prognozowanymi – te ostatnie pełnią funkcję analogiczną do limitów wiążących w średnim okresie objętym strategią. „Limity” te ustalane są w strategii zarówno w zakresie struktury długu (ekspozycji portfela na poszczególne czynniki ryzyka), jak i w zakresie dopuszczalnej, bezpiecznej wielkości długu (co zazwyczaj należy do kompetencji rządu odpowiedzialnego za opracowanie projektu budżetu). W tym pierwszym obszarze obejmują: ATM, ATR, udział długu krótkoterminowego (do roku) w długi ogółem, *duration*, udział długu nominowanego w walutach obcych, udział długu nominowanego w walutach obcych innych niż euro w długi ogółem. W odniesieniu do „bezpiecznego” poziomu długu w strategii prognozuje się relację długu krótkoterminowego do podatków i składek na ubezpieczenia społeczne, relację długu do PKB, relację długu podsektora

centralnego do PKB, relację długu gwarantowanego przez państwo do długu państwa oraz relację długu gwarantowanego przez państwo do PKB (zob. tabela 6).

Greckie strategie finansowania publicznego zamiast szczegółowych celów formułują ogólne zasady polityki długu:

- 1) zapewnianie przejrzystości rocznej strategii finansowania państwa (Republiki Greckiej);
- 2) kształtowanie krzywej dochodowości przez emisje płynnych obligacji benchmarkowych o różnych terminach wykupu i w razie potrzeby nominowanych w różnych walutach, w szczególności wypełniających istniejące luki terminów wymagalności w krzywej dochodowości;
- 3) dążenie do utrzymywania *spreadów* rentowności na poziomie porównywalnych z Grecją państw;
- 4) utrzymywanie ciągłego dialogu z dotychczasowymi inwestorami i budowanie związków z nowymi inwestorami;
- 5) budowanie zaufania inwestorów i agencji ratingowych przez dostarczanie niezbędnych informacji;
- 6) wykonywanie i rozwijanie dotychczasowej strategii zarządzania płynnością wszystkich jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych.

Wielkość wskaźników ekspozycji na poszczególne czynniki ryzyka podawana jest natomiast w opisie rezultatów zarządzania długi ogółem z komentarzem, który wskazuje, czy Agencja Zarządzania Długi ogółem Publicznym postrzega daną wielkość jako zadowalającą.

Realizacja celów szczegółowych może być weryfikowana przez zestawienie zakładanych wielkości wskaźników z war-

Tabela 6. Wartości docelowe i limity ryzyk portfela długu w Bułgarii

Wskaźnik	Wartość prognozowana		
	2024	2025	2026
Udział długu krótkoterminowego (do roku) w długi ogółem	7,1%	4,5%	5,1%
ATM (w latach)	8,8	9,0	9,3
Udział długu zmiennoprocentowego w długi ogółem	0,9%	1,2%	1,6%
ATR (w latach)	8,6	8,8	9,2
<i>Duration</i>	7,3	7,2	7,3
Udział długu nominowanego w walutach obcych w długi ogółem	72,2%	75,9%	78,6%
Udział długu nominowanego w walutach obcych innych niż euro w długi ogółem	0,1%	0,1%	0,0%
Relacja długu krótkoterminowego do podatków i składek na ubezpieczenia społeczne	5,9%	4,0%	4,9%
Relacja długu do PKB	24,2%	26,5%	28,9%
Relacja długu podsektora centralnego do PKB	23,3%	25,8%	28,3%
Relacja długu gwarantowanego przez państwo do długu państwa	12,5%	10,4%	8,9%
Relacja długu gwarantowanego przez państwo do PKB	2,9%	2,7%	2,5%

Źródło: Ministry of Finance (Republic of Bulgaria), *Government Debt Management Strategy for the Period 2024-2026*.

tościami faktycznie osiąganymi. Kształtowanie się wybranych wskaźników ekspozycji portfela długu państwa na czynniki ryzyka rynkowego w ostatnich 2 lat zostało przedstawione w tabeli 7.

3.3. Cele dodatkowe

Poza ogólnym celem minimalizacji kosztów przy określonych poziomach ryzyka, który operacjonalizowany jest nie przez ustalenie wartości docelowych wskaźników kosztów, ale wartości wskaźników ekspozycji na poszczególne czyn-

niki ryzyka, standardy MFW przewidują ustalenie w strategiach zarządzania ryzykiem celów określanych mianem dodatkowych (subsydiarnych, drugorzędnych), dotyczących np. rozwoju rynku instrumentów dłużnych albo wspierania celów polityki pieniężnej. Ze względu na trudności w standaryzacji tego typu celów brak jest powszechnie stosowanych wskaźników, które mogłyby mierzyć poziom ich realizacji. Z tego powodu cele te formułowane są jedynie opisowo, stopień ich osiągnięcia rzadko podlega zaś ocenie (czy próbom oceny) w rozdziałach poświęconych realizacji wcześniejszych strategii.

Tabela 7. Wskaźniki ekspozycji długu na wybrane czynniki ryzyka w krajach Europy Środkowo-Wschodniej w okresie od dnia 1 kwietnia 2022 r. do dnia 1 kwietnia 2024 r.

ATM	Polska	Czechy	Węgry	Słowacja	Rumunia	Bułgaria	Grecja
Q12022	4,8	6,4	6,0	8,4	7,6	7,4	20,1
Q22022	4,8	6,2	6,1	8,6	7,4	7,4	19,8
Q32022	4,9	5,9	6,2	8,6	7,4	7,6	19,8
Q42022	4,8	6,2	6,1	8,2	7,2	7,8	19,8
Q12023	5,0	6,1	6,2	8,8	7,1	7,5	19,6
Q22023	5,2	6,2	6,0	8,6	7,4	7,5	19,7
Q32023	5,1	6,2	6,1	8,4	7,4	7,6	19,5
Q42023	5,3	6,4	6,2	8,4	7,4	7,9	19,3
Q12024	5,7	6,2	6,2	8,4	7,1	6,9	19,2
ATR	Polska	Czechy	Węgry	Słowacja	Rumunia	Bułgaria	Grecja
Q12022	3,6	5,7	5,3	8,4	7,7	7,4	18,5
Q22022	3,7	5,5	5,4	8,6	7,5	7,4	18,7
Q32022	3,8	5,2	5,4	8,6	7,5	7,6	18,6
Q42022	3,8	5,6	5,1	8,2	7,1	7,8	18,4
Q12023	4,6	5,5	5,2	8,8	7,1	7,5	18,5
Q22023	4,2	5,6	5,0	8,6	7,3	7,5	18,7
Q32023	4,1	5,5	5,0	8,4	7,3	7,6	18,7
Q42023	4,0	5,6	5,0	8,4	7,3	7,9	18,5
Q12024	4,4	5,5	5,1	8,4	7,0	6,9	18,5
Udział długu walutowego w długu ogółem – bez efektów operacji na instrumentach pochodnych i po uwzględnieniu efektów operacji na instrumentach pochodnych							
	Polska	Czechy	Węgry	Słowacja	Rumunia	Bułgaria	Grecja
Q12022	21,99 (22,01)	6,50 (6,50)	21,71 (20,71)	3,64 (0,02)	49,80 (49,80)	69,15 (69,15)	0,54 (0,51)
Q22022	21,96 (21,89)	6,30 (6,30)	24,81 (23,40)	0,91 (0,02)	54,40 (54,40)	67,21 (67,21)	0,01 (0,00)
Q32022	23,36 (23,26)	5,90 (5,90)	27,09 (24,90)	0,90 (0,01)	53,60 (53,60)	71,24 (71,24)	0,01 (0,00)
Q42022	23,43 (23,40)	5,80 (5,80)	26,43 (25,28)	0,84 (0,01)	56,40 (56,40)	70,91 (70,91)	0,01 (0,00)
Q12023	23,26 (23,24)	5,40 (5,40)	26,30 (25,89)	0,79 (0,01)	49,90 (49,90)	71,45 (71,45)	0,01 (0,01)
Q22023	22,90 (22,89)	5,40 (5,40)	25,32 (24,94)	0,74 (0,01)	49,60 (49,60)	71,37 (71,37)	0,01 (0,01)
Q32023	22,60 (22,53)	5,40 (5,40)	27,85 (27,19)	0,74 (0,00)	54,90 (54,90)	72,03 (72,03)	0,01 (0,01)
Q42023	22,35 (22,36)	5,50 (5,50)	27,16 (27,08)	0,48 (0,00)	56,10 (56,10)	74,93 (74,93)	0,01 (0,01)
Q12024	23,24 (23,21)	5,50 (5,50)	29,26 (29,03)	0,27 (0,00)	54,30 (54,30)	74,92 (74,92)	0,00 (0,00)
Udział długu zmiennoprocentowego w długu ogółem – bez efektów operacji na instrumentach pochodnych i po uwzględnieniu efektów operacji na instrumentach pochodnych							
	Polska	Czechy	Węgry	Słowacja	Rumunia	Bułgaria	Grecja
Q12022	26,52 (27,90)	13,70 (13,50)	18,97 (20,78)	0,01 (0,01)	10,80 (10,80)	1,37 (1,37)	17,72 (1,81)
Q22022	26,67 (26,60)	14,60 (14,40)	21,14 (22,99)	0,01 (0,01)	11,20 (11,20)	1,16 (1,16)	15,63 (0,00)
Q32022	27,90 (27,93)	14,30 (14,10)	21,97 (23,92)	0,01 (0,01)	11,05 (11,05)	1,01 (1,01)	15,75 (0,00)
Q42022	27,46 (27,47)	14,40 (14,20)	26,27 (28,09)	0,01 (0,01)	4,07 (4,07)	0,84 (0,84)	14,81 (0,00)
Q12023	28,81 (28,82)	14,50 (14,30)	28,47 (29,49)	0,01 (0,01)	4,20 (4,20)	0,83 (0,83)	14,39 (0,00)
Q22023	29,20 (29,21)	11,90 (11,70)	30,10 (31,07)	0,01 (0,01)	3,90 (3,90)	0,71 (0,71)	14,80 (0,00)
Q32023	28,74 (28,77)	12,30 (12,10)	29,92 (30,91)	0,01 (0,01)	3,70 (3,70)	0,71 (0,71)	14,70 (0,00)
Q42023	30,43 (30,42)	12,70 (12,60)	30,78 (31,58)	0,01 (0,01)	3,30 (3,30)	0,52 (0,52)	14,93 (0,00)
Q12024	29,37 (29,38)	12,60 (12,40)	30,70 (31,46)	0,00 (0,00)	3,30 (3,30)	0,52 (0,52)	14,56 (0,00)

Źródło: Economic and Financial Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets, *ESDM risk indicators as of Q1 2024*, https://economic-financial-committee.europa.eu/efc-sub-committee-eu-sovereign-debt-markets/risk-metrics_en, dostęp: 9.08.2024.

Polska strategia zarządzania długiem określa cele drugorzędne mianem zadań służących do realizacji celów strategii i wyodrębnia dwie ich grupy:

- 1) zadania związane z rozwojem rynku finansowego (tj. zapewnianie płynności, efektywności i przejrzystości rynku skarbowych papierów wartościowych),
- 2) zadanie związane z efektywnym zarządzaniem płynnością budżetu państwa.

Płynność ma być właściwością całego rynku walorów skarbowych, jak i poszczególnych emisji. Im większa płynność, tym mniejsza żądana przez inwestorów premia za ryzyko związane z niską płynnością; płynność ma więc bezpośredni wpływ na rentowność obligacji skarbowych. Zadanie to realizowane jest przede wszystkim przez emisję dużych (benchmarkowych) serii średnio- i długoterminowych obligacji o stałym oprocentowaniu, przy czym wartość takich serii ma być zwiększana z 25 mld zł do co najmniej 30 mld zł. Zwiększenie efektywności polegać ma na eliminacji względnie ograniczaniu „niekorzystnych zjawisk w organizacji i infrastrukturze rynku”. Strategia nie wskazuje w tym zakresie konkretnych działań³⁵, lecz ogranicza się do wzmiankowania czynności informacyjno-promocyjnych oraz „zwiększania roli systemu dealerów skarbowych papierów wartościowych w zakresie rozwoju rynku oraz operacji związanych z zarządzaniem długiem”.

Także w zakresie przejrzystości rynku strategia nie ustala nowych działań – przewiduje kontynuację dotychczasowego sposobu informowania o planach emisyjnych oraz promocji rynku elektronicznego przez „odpowiednie regulacje w systemie dealerów skarbowych papierów wartościowych, w szczególności dotyczące nałożonych na dealerów obowiązków w zakresie kwotowań obligacji, utrzymywania określonych *spreadów* oraz udziału w *fixingu*”.

Zadanie dotyczące płynności budżetu państwa odzwierciedla rolę Departamentu Długu Publicznego w Ministerstwie Finansów jako jednostki współodpowiedzialnej także za zarządzanie płynnością³⁶. Zadanie to, podobnie jak zadania w zakresie efektywności i przejrzystości rynku długu, pojawia się w strategii faktycznie jako informacja o bieżących czynnościach wykonywanych w ramach funkcji zapewniania płynności³⁷ oraz o normatywnej instytucji konsolidacji płynności w części sektora finansów publicznych.

Strategia czeska nie formułuje wtórnych celów zarządzania długiem, lecz ogranicza się do wzmianki dotyczącej funkcji zapewnienia odpowiedniej płynności jednolitego rachunku skarbowego oraz wprowadzania ulepszeń w zakresie zarządzania płynnością.

Na Węgrzech „perspektywa zarządzania długiem” ustala podstawowy cel strategii (w nomenklaturze MFW jest to jednak pierwszorzędny z celów drugorzędnych) jako wsparcie celu obniżenia relacji długu publicznego do PKB poniżej 50%³⁸. Kolejnymi celami wtórnymi są:

- 1) poszerzenie bazy inwestorów (przez wzmocnienie rynku hurtowego, poszerzenie bazy inwestorów krajowych oraz aktywne zarządzanie wskaźnikiem udziału długu nominowanego w walutach obcych – w granicach ustalonego limitu wskaźnika) oraz
- 2) wzmocnienie obecności na rynkach ESG³⁹ (w szczególności przez emisje „zielonych obligacji” w 2024 r.⁴⁰).

Wtórny cel rumuńskiej strategii zarządzania długiem jest rozwój krajowego płynnego rynku (wzrost efektywności dzięki poprawie płynności), jak również „kształtowanie i konsolidacja” krzywej dochodowości w walucie krajowej. W tym zakresie załącznik nr 1 strategii przewiduje m.in. emisje benchmarkowe o równowartości 2,5-3,0 mld euro, emisje możliwie największych serii instrumentów o różnych terminach zapadalności, działania informacyjne i promocyjne⁴¹.

Rozwój krajowego rynku obligacji państwa jest także celem strategii bułgarskiej. W tym zakresie strategia przewiduje w szczególności:

- 1) ułatwienie inwestorom zagranicznym dostępu do rynku krajowego⁴²;
- 2) dostosowanie do wymagań ustanowionych w rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 z dnia 14 marca 2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących *swapów* ryzyka kredytowego⁴³;
- 3) „rozważenie” obecności na rynkach ESG;
- 4) zwiększenie bazy inwestorów przez dołączenie do niej inwestorów nieprofesjonalnych.

Grecka strategia finansowania publicznego przewiduje wtórny cel wzmocnienia dostępu do rynku przez kształtowanie zapewniającej płynności krzywej dochodowości oraz rozszerzanie bazy inwestorów rzeczywistych (tj. inwestorów instytucjonalnych zainteresowanych długoterminowymi inwestycjami finansowymi).

4. WNIOSKI

W czterech krajach objętych badaniem (w Polsce, Czechach, Rumunii i Bułgarii) opracowywane są formalne strategie zarządzania długiem, w różnym stopniu odpowiadające standardom MFW w zakresie treści tych dokumentów. Na Węgrzech, Słowacji i w Grecji strategie w sensie materialnym są do pewnego stopnia zawarte w dokumentach mających różne nazwy. W większości przypadków dokumenty te opracowywane są przez jednostki zarządzające długiem w ramach wykonania obowiązków wynikających z przepisów prawa. Zazwyczaj jednak prawo ogranicza się jedynie do formalnego ustanowienia takiego obowiązku, a nie określa mniej ani bardziej szczegółowych wymagań dotyczących treści strategii ani tym bardziej funkcji, jaką mają one pełnić w systemie finansów publicznych.

Najistotniejszym elementem treści formalnych strategii i dokumentów podobnych jest określenie docelowych wartości wskaźników ekspozycji na wybrane czynniki ryzyka rynkowego, przede wszystkim ryzyka refinansowania, ryzyka stopy procentowej i ryzyka walutowego. Z normatywnego punktu widzenia zwracają uwagę dwie okoliczności:

- 1) po pierwsze, „wiążący” charakter tych wskaźników (limitów) wydaje się zależeć wyłącznie od mechanizmów dyscypliny rynkowej, które w tym zakresie mogą oddziaływać wyłącznie pośrednio (przez uwzględnianie przestrzegania limitów w analizach dokonywanych przez agencje ratingowe⁴⁴), nie ma natomiast nic wspólnego z ich „prawnym” obowiązywaniem;
- 2) po drugie, ustalenie tego typu limitów ryzyka następuje w procesie oderwanym od zwykłej procedury podejmowania

kolektywnych rozstrzygnięć w państwach demokratycznych.

Należy zatem przyjąć, że mają charakter czysto „techniczny”, a swoboda działania egzekutywy (ministra finansów albo nadzorowanej przezeń „agencji” zarządzającej długiem państwowym) nie jest w niczym ograniczana. Tzw. cele wtórne określone są w strategiach w sposób czysto opisowy, co w istocie uniemożliwia ocenę stopnia ich realizacji, a tym samym uzasadnia pytanie o użyteczność ich pisemnego sformułowania.

Nie należy zatem przeceniać znaczenia formalnej strategii zarządzania długiem państwa jako rzeczywistego instrumentu zarządzania rozumianego jako proces wyznaczania i realizacji celów. O ile w krajach rozwijających się rygorystyczne stosowanie się do standardów zalecanych przez MFW w tym zakresie może sprzyjać profesjonalizacji służb publicznych oraz kształtowaniu odpowiednich postaw czy nawyków, o tyle ich przydatność dla krajów rozwiniętych wydaje się wątpliwa. Jeśli natomiast postrzegać formalne strategie jako narzędzie zwiększania przejrzystości finansów publicznych, należy stwierdzić, że systematyczne (w szczególności w okresach miesięcznych) publikowanie szczegółowych informacji na temat struktury portfela długu oraz wysokości powszechnie stosowanych wskaźników ekspozycji na ryzyko i wskaźników kosztów obsługi zadłużenia wypełniałoby tę funkcję w znacznie większym stopniu.

Przypisy

- ¹ The World Bank, International Monetary Fund, *Revises Guidelines for Public Debt Management*, April 1, 2014, s. 11.
- ² Moody's Investor Service, *Rating Methodology*, 22 November 2022; S&P Global Ratings, *Sovereign Rating Methodology*, 18 December 2017; DBRS Morningstar, *Global Methodology for Rating Sovereign Governments*, August 2022.
- ³ Zob. na ten temat np. J. Ciak, *Zarządzanie długiem publicznym w Polsce – przegląd dotychczas stosowanych strategii zarządzania*, w: *Finanse w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania. Finanse publiczne*, red. T. Famulska, A. Walasik, Katowice 2012, s. 40-51.
- ⁴ Innymi słowy, odpowiedź na pytanie o to, czy i w jakim zakresie finansować zadania państwa długiem, jest wyzwaniem polityki fiskalnej prowadzonej przez właściwe organy. Strategia zarządzania długiem ma natomiast ustalić taką strukturę długu państwa, która zapewni minimalizację kosztów obsługi zadłużenia przy jednoczesnym zapewnieniu pożądanej relacji odwrotnej (kompromisu – *trade-off*) między kosztami a ryzykiem.
- ⁵ Przeprowadzonych w: M. Bitner, A. Nowak-Far, J. Sierak, *The rising cost of servicing public debt: challenges for fiscal policy in a crisis environment*, „Journal of Management and Financial Sciences” 2023, nr 50, s. 211-238.
- ⁶ The World Bank, International Monetary Fund, *Revises Guidelines...*, dz. cyt.
- ⁷ The World Bank, International Monetary Fund, *Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS) – Guidance Note for Country Authorities*, March 3, 2009.
- ⁸ Zgodnie z powszechną konwencją językową w tekście termin „ryzyko” używany jest w liczbie mnogiej w odniesieniu do poszczególnych czynników ryzyka, jak również w odniesieniu do skutków wystąpienia sytuacji objętych ryzykiem (aktualizacji ryzyka).
- ⁹ Odwrotna relacja wymienna (ang. *trade-off*) między kosztem a ryzykiem z perspektywy podmiotu zaciągającego dług polega na występującym co najmniej w krótkim okresie zjawisku wzrostu kosztów wskutek ograniczania ekspozycji na ryzyko (np. w krótkim okresie wybór zaciągania zobowiązania oprocentowanego stopą stałą może być i zazwyczaj jest związany z koniecznością zaakceptowania stopy oprocentowania wyższej niż w przypadku zobowiązania zmiennoprocentowego).

- ¹⁰ Nominalny koszt odsetek w okresie t – stanowiące sumę odsetek płaconych w walucie krajowej oraz sumę odsetek płaconych w walucie obcej, pomnożonych przez kurs danej waluty.
Realny koszt odsetek w okresie t – ilorzaz nominalnego kosztu odsetek w okresie t oraz wskaźnika zmiany cen w okresie t .
Nominalny koszt odsetek w okresie t do produktu krajowego brutto (dalej: PKB) – ilorzaz nominalnego kosztu odsetek w okresie t do PKB w okresie t .
Nominalny koszt odsetek w okresie t do nominalnych dochodów rządowych w okresie t .
Średnia stopa procentowa (stopa oprocentowania jednostki długu) – ilorzaz nominalnego kosztu odsetek w okresie t oraz sumy kwoty długu w walucie krajowej i kwoty długu w walucie obcej przemnożonej przez kurs danej waluty w okresie t (realna nieważona średnia stopa procentowa stanowi różnicę średniej stopy procentowej w okresie t oraz stopy inflacji w tym okresie).
Nominalny koszt odsetek nie uwzględnia kosztu związanego z zyskami względnie stratami na wartości kapitału. Wielkość tę uwzględnia natomiast koszt odsetek skorygowany o zyski (straty kapitałowe), czyli suma nominalnego kosztu odsetek w okresie t oraz iloczynów kwot długu nominowanego w poszczególnych walutach obcych na koniec okresu $t-1$ oraz zmiany kursu danej waluty w okresie t .
Realny skorygowany koszt odsetek oblicza się jako ilorzaz skorygowanego kosztu odsetek oraz wskaźnika zmiany cen w okresie t .
Skorygowany koszt odsetek odnosi się ponadto do PKB oraz dochodów publicznych w okresie t .
- ¹¹ Kwota długu podlegającego zmianie oprocentowania w okresie t = suma długu zmiennoprocentowego w walucie krajowej oraz długu zmiennoprocentowego w walucie obcej przeliczonego na walutę krajową z zastosowaniem kursu w okresie t , jak również kwot kapitału długu stałoprocentowego przypadających do spłaty w okresie t (w walucie krajowej i obcej wyrażonych w walucie krajowej według kursu w okresie t). Kwotę długu podlegającego zmianie oprocentowania w okresie t odnosi się do kwoty długu w okresie t . Średni okres zmiany oprocentowania portfela długu (ang. *average time for refinancing* – ATR) = sumy kwot długu zmiennoprocentowego ważonych okresami do kolejnej zmiany stopy procentowej oraz kwot spłat długu stałoprocentowego ważonych okresami spłaty (w okresie t), przemnożonych przez udziały tych kwot w długu na koniec okresu t .
- ¹² Profil spłaty długu = zestawienie spłat kapitału całego długu od okresu t (najwcześniejszego) do okresu T , w którym należna jest spłata kapitału o najdłuższym terminie wymagalności; udział spłat kapitału w okresie t w kwocie długu; udział w kwocie długu spłat kapitału w okresie t korygowany o kwotę płynnych aktywów = udział w kwocie długu spłat kapitału w okresie t pomniejszonych o wielkość rezerw walutowych oraz wyniku kasowego rządu w okresie t ; wskaźnik ten można rozbić na dwa dotyczące spłat kapitału długu w walucie krajowej w okresie t skorygowanych o wynik kasowy rządu oraz spłat kapitału długu w walucie obcej (równowartości) w okresie t skorygowanych o rezerwy walutowe do odpowiednio długu w walucie krajowej i długu w walucie obcej (równowartości); relacja spłat kapitału w okresie t do dochodów podatkowych rządu w okresie t ; średni okres do wykupu (ATM) = średnia okresów spłaty ważonych udziałami kwot spłat w poszczególnych okresach w kwocie długu.
- ¹³ Udział długu walutowego (równowartości) w kwocie długu ogółem (na koniec okresu t); relacja długu walutowego (równowartości) do rezerw walutowych (równowartości); suma relacji udziałów długu walutowego w danej walucie w długu walutowym ogółem przemnożonych przez relację długu walutowego w danej walucie do rezerw walutowych w tej walucie.
- ¹⁴ Pojęcie „skarbu” (ang. *treasury*, *state treasury*, fr. *trésorerie*) używane jest w poszczególnych krajach w różnych znaczeniach, zwykle oznacza jednak funkcje (które mogą być wykonywane przez jeden podmiot czy jednostkę lub większą ich liczbę) bieżącego zarządzania środkami publicznymi pozostającymi w dyspozycji rządu i utrzymywanymi na określonych rachunkach (określonym rachunku), opracowywania i wykonywania budżetu państwa, zarządzania długiem finansującym potrzeby pożyczkowe budżetu państwa, przygotowywania sprawozdań z realizacji procesów finansowych na szczeblu państwa. Niekiedy pojęcie to odnosi się tylko do pierwszej z wymienionych funkcji („kasjera państwa”), jak np. Bundestresorerie w Szwajcarii, częściej jednak obejmuje także funkcje zarządzania długiem (np. we Francji Agence France Trésor; w USA Bureau of Government Financial Operations, działające w strukturze Department of Treasury, powstało z

- połączenia Financial Management Service – biura odpowiedzialnego za scentralizowane zarządzanie płatnościami – oraz Bureau of Public Debt). Podobnie w państwach Europy Środkowo-Wschodniej (z wyjątkiem Polski) prawno-finansowa instytucja skarbu państwa łączy funkcję bieżącego zarządzania płatnościami oraz funkcję zarządzania długiem. Słowacka ustawa tworząca system skarbu państwa (§ 2) określa ten system jako system działań zapewniających scentralizowane zarządzanie finansami publicznymi oraz system relacji między ministrem finansów Republiki Słowackiej, skarbem państwa i ARDAL (Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity); Skarb Państwa jest (zgodnie z § 3) jednostką administracji centralnej funkcjonującą jako jednostka organizacyjna budżetu państwa powiązana z budżetem państwa kategorii budżetową ministra. Celem skarbu państwa jest zapewnienie wykonania budżetu klienta (terminem „klient” określono w ustawie, poza jednostkami budżetowymi [sł. *rozpočtová organizácia*], wiele innych typów jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych, jak również jednostek spoza tego sektora). Funkcjonalne i organizacyjne związki między zarządzaniem płynnością a zarządzaniem długiem są zresztą dostrzegane także w piśmiennictwie (zob. np. J. Gardner, B. Olden, *Cash Management and Debt Management: Two Sides of the Same Coin?*, w: M. Cangiano, T. Curristine, M. Lazares, *Public Financial Management and Its Emerging Architecture*, IMF 2013, s. 283-310).
- ¹⁵ Art. 78 ust. 1 pkt 1 oraz art. 77 w związku z art. 80 i art. 95 ust. 2-5 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r. poz. 1270 ze zm.).
- ¹⁶ Mianem jednolitego rachunku skarbowego określa się w teorii i praktyce finansów publicznych rachunek bankowy służący do gromadzenia i rozdysponowywania wszystkich środków pieniężnych w co najmniej całym podsektorze centralnym sektora publicznego (instytucji rządowych i samorządowych), umożliwiającą jednej instytucji (ministerstwu finansów, jednostce wykonującej funkcje skarbu) nadzór nad płatnościami. Szerzej na temat koncepcji, zasad wprowadzania i funkcjonowania jednolitego rachunku skarbowego zob. S. Pattanayak, I. Fainboim, *Treasury Single Account: Concept, Design, and Implementation Issues*, IMF Working Paper, WP/10/143 oraz M. Williams, *The Treasury Function and the Treasury Single Account*, w: *The International Handbook of Public Financial Management*, red. R. Allen, R. Hemming, B.H. Potter, s. 355-373.
- ¹⁷ § 2 w rozdziale 5 2011. évi CXCV. törvény az államháztartásról (ustawy o finansach publicznych, https://jogkodex.hu/jsz/ah_2011_195_torveny_2508651, dostęp: 8.08.2024).
- ¹⁸ Zgodnie z § 2 w rozdziale 14 2011. évi CXCV. törvény Magyarország gazdasági stabilitásáról (ustawy o stabilności gospodarczej Węgier, https://jogkodex.hu/jsz/gst_2011_194_torveny_1103914, dostęp: 8.08.2024).
- ¹⁹ Zgodnie z § 14 Zákon z 21. mája 2002 o Štátnej pokladnici a o zmene a doplnení niektorých zákonov (ustawa z 21 maja 2002 r. o Skarbie Państwa oraz o zmianie i uzupełnieniu niektórych ustaw; Zbierka zákonov 291/2002).
- ²⁰ Ostatnia strategia obejmowała lata 2015-2018.
- ²¹ Zob. wyjaśnienie znaczenia tego pojęcia w przypisie 14.
- ²² Zgodnie z przepisami Ordonanța de urgență nr. 146 din 31 octombrie 2002 privind formarea și utilizarea resurselor derulate prin trezoreria statului (rozporządzenia nr 146/2002 z dnia 31 października 2002 r. w sprawie tworzenia i wykorzystywania zasobów przez Skarb Państwa, <https://legislatie.just.ro/Public/DetaliiDocumentAfis/39860>, dostęp: 8.08.2024).
- ²³ Закон за държавния дълг, <https://www.minfin.bg/upload/2524/Zakon+za+durzavnia+dulg3.pdf>, dostęp: 8.08.2024. Zgodnie z art. 16 minister finansów opracowuje na okres odpowiedniej średniookresowej prognozy budżetowej strategię zarządzania długiem rządowym, która podlega zatwierdzeniu przez radę ministrów.
- ²⁴ Закон за публичните финанси, https://www.minfin.bg/upload/35748/ZAKON_za_publicnite_finansi-2017-1.pdf, dostęp: 8.08.2024. Art. 77a stanowi, że rada ministrów na wniosek ministra finansów do dnia 31 października każdego roku zatwierdza strategię zarządzania długiem państwa przygotowywaną zgodnie z ustawą o długu rządowym.
- ²⁵ Agencja powstała w 1998 r. (Νομοσ Υπ' Αριθ. 2628 Φεκ Α' 151/6.7.1998 – Σύσταση νομικού προσώπου δημοσίου δικαίου με την επωνυμία „Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (Ο.Δ.-ΔΗ.Χ.)” και άλλες διατάξεις [Prawo Ministerstwa nr 2628 – Utworzenie osobnej prawnej osoby publicznego pod nazwą „Agencja Zarządzania Długiem Publicznym (O.D.-DI.X.)”], <https://www.kodiko.gr/nomothesia/document/200930/nomos-2628-1998>, dostęp: 8.08.2024). Jej status i zadania zostały gruntownie zmodyfikowane w 2022 r. (Νομοσ Υπ' Αριθμ. 4941 Φεκ Α 113/16.6.2022 – Αναμόρφωση του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας και του Συνεγγυητικού Κεφαλαίου Εξασφάλισης Επενδυτικών Υπηρεσιών, εκσυγχρονισμός Οργανισμού Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους και άλλες επείγουσες διατάξεις [ustawa nr 4941 o reformie ram instytucjonalnych funkcjonowania Funduszu Stabilności Finansowej i Funduszu Gwarancyjnego Usług Inwestycyjnych, modernizacji Agencji Zarządzania Długiem Publicznym, ustanawiająca także inne pilne przepisy, dalej: ustawa nr 4941], <https://www.kodiko.gr/nomothesia/document/798361/nomos-4941-2022>, dostęp: 8.08.2024). Oprócz zarządzania długiem zajmuje się także zarządzaniem płynnością („rezerwami kasowymi państwa”).
- ²⁶ Art. 59 ust. 3 ustawy nr 4941.
- ²⁷ Gr. Πρόγραμμα Δανεισμού και Διαχείρισης Χρέους του Ελληνικού Δημοσίου.
- ²⁸ Art. 60 ust. 1 lit. a ustawy nr 4941.
- ²⁹ Gr. Στρατηγική Χρηματοδότησης.
- ³⁰ Tzw. dług rynkowy to dług obejmowany przez dealerów pierwotnych (pojęcie to nie obejmuje więc obligacji oszczędnościowych).
- ³¹ Określając limity wskaźników ryzyka kursowego, strategia zastrzega możliwość stosowania instrumentów pochodnych w celu tworzenia odpowiedniej struktury walutowej długu.
- ³² Strategia przewiduje w tym zakresie:
- 1) lokaty środków złotych i walutowych w Narodowym Banku Polskim (dalej: NBP) oraz na rynku finansowym za pośrednictwem Banku Gospodarstwa Krajowego (dalej: BGK),
 - 2) zawieranie niegenerujących ryzyka kredytowego transakcji typu *buy-sell-back* bezpośrednio na rynku finansowym,
 - 3) sprzedaż środków walutowych w NBP oraz na rynku walutowym,
 - 4) transakcje *FX swap* umożliwiające kształtowanie struktury walutowej płynnych środków,
 - 5) krótkoterminowe pożyczki na rynku międzybankowym (tamże, s. 34).
- ³³ W strategii stwierdzono, że odpowiednio wysoki poziom zgromadzonych środków wpływa pozytywnie na wycenę długu na rynku pierwotnym.
- ³⁴ Tzn. strategia w sensie materialnym, zawarta w „perspektywach zarządzania długiem”.
- ³⁵ Trudno bowiem za takie uznać „dopasowanie harmonogramu emisji na rynku krajowym i zagranicznym do uwarunkowań rynkowych i budżetowych”.
- ³⁶ Zgodnie z regulaminem organizacyjnym Ministerstwa Finansów (zarządzenie Ministra Finansów z dnia 31 stycznia 2022 r. w sprawie ustalenia regulaminu organizacyjnego Ministerstwa Finansów, Dz. Urz. Ministra Finansów poz. 78 ze zm.) do zadań Departamentu należy m.in.:
- 1) konsolidacja zarządzania płynnością części jednostek sektora finansów publicznych oraz zarządzanie środkami złożonymi na rachunkach depozytowych Ministra Finansów;
 - 2) zarządzanie skonsolidowanymi środkami walutowymi będącymi w dyspozycji Ministra Finansów, w tym dokonywanie lokat, sprzedaż walut, zawieranie transakcji na instrumentach pochodnych;
 - 3) zapewnienie i utrzymywanie infrastruktury niezbędnej do zarządzania płynnością budżetu państwa.
- ³⁷ Lokaty środków złotych i walutowych w NBP i na rynku finansowym za pośrednictwem BGK; transakcje typu *buy-sell-back* zawierane bezpośrednio na rynku finansowym i niegenerujące ryzyka kredytowego; sprzedaż środków walutowych w NBP oraz na rynku walutowym; transakcje *swapów* walutowych umożliwiające kształtowanie struktury walutowej płynnych środków; krótkoterminowe pożyczki na rynku międzybankowym.
- ³⁸ Art. 36 ust. 4 Magyarorszag Alaptörvénye (konstytucji Węgier; https://jogkodex.hu/jsz/alaptorveny_2011_7633003, dostęp: 9.08.2024) stanowi, że Zgromadzenie Narodowe nie może uchwalić ustawy o budżecie centralnym, której skutkiem byłoby przekroczenie przez dług państwa połowy wartości PKB. Zgodnie z art. 36 ust. 5, jeżeli dług państwa przekracza połowę PKB, Zgromadzenie Narodowe może uchwalić tylko taką ustawę o budżecie centralnym, która przewiduje zmniejszenie relacji długu państwa do PKB.
- ³⁹ W piśmiennictwie twierdzi się, że przywiązywanie przez państwa odpowiedniej wagi do czynników ESG (*environmental, social, governance*) wywiera wpływ na rentowność obligacji tych państw, zob. np. P. Crifo,

- M.-A. Diaye, R. Oueghlissi, *The effect of countries' ESG ratings on their sovereign borrowing costs*, „The Quarterly Review of Economics and Finance” 2017, nr 66, s. 13-20 oraz G. Badía, V. Pina, L. Torres, *Financial Performance of Government Bond Portfolios Based on Environmental, Social and Governance Criteria*, „Sustainability” 2019, nr 11 (9), s. 1-13.
- ⁴⁰ Przegląd bogatego piśmiennictwa poświęconego tzw. zielonym obligacjom zawiera praca: U.S. Bhutta, A. Tariq, M. Farrukh, A. Raza, M.K. Iqbal, *Green bonds for sustainable development: Review of literature on development and impact of green bonds*, „Technological Forecasting and Social Change” 2022, t. 175, <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2021.121378>.
- ⁴¹ Ogólnie biorąc – działania służące rozwojowi rynku w strategii rumuńskiej zbliżone są do działań służących rozwojowi rynku, przewidzianych w strategii polskiej.
- ⁴² Przez niesprecyzowane „zmiany prawne i infrastrukturalne”.
- ⁴³ Dz. Urz. UE L 86 z 24.03.2012, s. 1.
- ⁴⁴ Warto zauważyć, że piśmiennictwo analizujące czynniki wpływające na rentowność długu najczęściej ogranicza się do uwzględniania, jako zmiennej zależnej, rentowności 10-letnich obligacji o stałym oprocentowaniu, nominowanych w walucie krajowej.
- Akty prawne
2011. évi CXCV. törvény az államháztartásról, https://jogkodex.hu/jsz/aht_2011_195_torveny_2508651, dostęp: 8.08.2024.
2011. évi CXCV. törvény Magyarország gazdasági stabilitásáról, https://jogkodex.hu/jsz/gst_2011_194_torveny_1103914, dostęp: 8.08.2024.
- Magyarország Alaptörvénye, https://jogkodex.hu/jsz/alaptorveny_2011_7633003, dostęp: 9.08.2024.
- Νομος Υπ' Αριθ. 2628 Φεκ Α' 151/6.7.1998 – Σύσταση νομικού προσώπου δημοσίου δικαίου με την επωνυμία „Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (Ο.Δ.-ΔΗ.Χ.)” και άλλες διατάξεις, <https://www.kodiko.gr/nomothesia/document/200930/nomos-2628-1998>, dostęp: 8.08.2024.
- Ordonanța de urgență nr. 146 din 31 octombrie 2002 privind formarea și utilizarea resurselor derulate prin trezoreria statului, <https://legislatie.just.ro/Public/DetaliuDocumentAfis/39860>, dostęp: 8.08.2024.
- Νομος Υπ' Αριθμ. 4941 Φεκ Α 113/16.6.2022 – Αναμόρφωση του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας και του Συνεγγυητικού Κεφαλαίου Εξασφάλισης Επενδυτικών Υπηρεσιών, εκσυγχρονισμός Οργανισμού Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους και άλλες επείγουσες διατάξεις, <https://www.kodiko.gr/nomothesia/document/798361/nomos-4941-2022>, dostęp: 8.08.2024.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 z dnia 14 marca 2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego, Dz. Urz. UE L 86 z 24.03.2012, s. 1.
- Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, tekst jednolity Dz. U. z 2023 r. poz. 1270 ze zm.
- Закон за държавния дълг, <https://www.minfin.bg/upload/2524/Zakon+za+durzavnia+dulg3.pdf>, dostęp: 8.08.2024.
- Закон за публичните финанси, https://www.minfin.bg/upload/35748/ZAKON_za_publicnite_finansi-2017-1.pdf, dostęp: 8.08.2024.
- Zarządzenie Ministra Finansów z dnia 31 stycznia 2022 r. w sprawie ustalenia regulaminu organizacyjnego Ministerstwa Finansów, Dz. Urz. Ministra Finansów poz. 78 ze zm.
- Inne źródła
- ÁKK Government Debt Management Agency, *Debt Management Outlook 2024*, Budapest, December 2023 (oraz dokumenty wcześniejsze).
- ARDAL, *Review 2023 and Outlook 2024*, January 2024 (oraz dokumenty wcześniejsze).
- Economic and Financial Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets, *ESDM risk indicators as of Q1 2024*, https://economic-financial-committee.europa.eu/efc-sub-committee-eu-sovereign-debt-markets/risk-metrics_en, dostęp: 9.08.2024.
- Ministerstwo Finansów, *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2024-2027*, Warszawa, wrzesień 2023 r., <https://orka.sejm.gov.pl/Druki9ka.nsf/0/9735BFFAB5C-98138C1258A530027CC6D/%24File/3639-strategia%20zarz%C4%85dzania%20d%C5%82ugiem.pdf>, dostęp: 8.08.2024 (i strategię wcześniejsze).
- Ministry of Finance, Debt and Financial Assets Management Department, *The Czech Republic Funding and Debt Management Strategy 2024. Second Half Update*, 28 June 2024.
- Ministry of Finance, Directorate-General for Treasury and Public Debt, *Government Debt Management Strategy 2023-2025*, Bucharest 2023.
- Ministry of Finance of the Slovak Republic, ARDAL, *Government Debt Management Strategy for the years 2015 to 2018*.
- Ministry of Finance (Republic of Bulgaria), *Government Debt Management Strategy for the Period 2024-2026*.
- Public Debt Management Agency (Hellenic Republic), *Funding Strategy for 2024*, December 2023.

Bibliografia

Literatura

- Badía G., Pina V., Torres L., *Financial Performance of Government Bond Portfolios Based on Environmental, Social and Governance Criteria*, „Sustainability” 2019, nr 11 (9).
- Bhutta U.S., Tariq A., Farrukh M., Raza A., Iqbal M.K., *Green bonds for sustainable development: Review of literature on development and impact of green bonds*, „Technological Forecasting and Social Change” 2022, t. 175, <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2021.121378>.
- Bitner M., Nowak-Far A., Sierak J., *The rising cost of servicing public debt: challenges for fiscal policy in a crisis environment*, „Journal of Management and Financial Sciences” 2023, nr 50.
- Ciak J., *Zarządzanie długiem publicznym w Polsce – przegląd dotychczas stosowanych strategii zarządzania*, w: *Finanse w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania. Finanse publiczne*, red. T. Famulska, A. Walasik, Katowice 2012.
- Crifo P., Diaye M.-A., Oueghlissi R., *The effect of countries' ESG ratings on their sovereign borrowing costs*, „The Quarterly Review of Economics and Finance” 2017, nr 66.
- DBRS Morningstar, *Global Methodology for Rating Sovereign Governments*, August 2022.
- Gardner J., Olden B., *Cash Management and Debt Management: Two Sides of the Same Coin?*, w: M. Cangiano, T. Currstine, M. Lazares, *Public Financial Management and Its Emerging Architecture*, IMF 2013.
- Moody's Investor Service, *Rating Methodology*, 22 November 2022.
- Pattanayak S., Fainboim I., *Treasury Single Account: Concept, Design, and Implementation Issues*, IMF Working Paper, WP/10/143.
- S&P Global Ratings, *Sovereign Rating Methodology*, 18 December 2017.
- The World Bank, International Monetary Fund, *Revises Guidelines for Public Debt Management*, April 1, 2014.
- The World Bank, International Monetary Fund, *Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS) – Guidance Note for Country Authorities*, March 3, 2009.
- Williams M., *The Treasury Function and the Treasury Single Account*, w: *The International Handbook of Public Financial Management*, red. R. Allen, R. Hemming, B.H. Potter.