



DYLEMATY WSPÓŁCZESNEJ OBRONNOŚCI POLSKI

* *

POZAMILITARNE UWARUNKOWANIA OBRONNOŚCI PAŃSTWA

redakcja naukowa
Mirosław Marciniak

WOJSKOWA AKADEMIA TECHNICZNA
IM. JAROSŁAWA DĄBROWSKIEGO
WARSZAWA

**DYLEMATY WSPÓŁCZESNEJ
OBRONNOŚCI POLSKI**

* *

**POZAMILITARNE UWARUNKOWANIA
OBRONNOŚCI PAŃSTWA**

**Redakcja naukowa
Mirosław Marciniak**

wydawnictwo
adam marszałek



SECURITAS ET SOCIETAS

Redaktor naukowy serii: Stanisław Sulowski

Rada naukowa serii: Fanny Castro-Rial Garrone (Hiszpania), Kuba Jałoszyński (Szczytno),
Jerzy Konieczny (Poznań), Stanisław Koziej (Warszawa),
Krzysztof Liedel (Warszawa), Joanna Marszałek-Kawa (Toruń),
Mirosław Minkina (Siedlce), Przemysław Osiewicz (Poznań),
Jarosław Piątek (Szczecin), Grzegorz Rydlewski (Warszawa),
Grzegorz Sobolewski (Warszawa), Stanisław Sulowski (Warszawa),
Katarzyna Żukrowska (Warszawa)

Sekretarz serii: Daniel Kawa

Recenzenci: prof. dr hab. Lech Kościelecki
prof. dr hab. Zbigniew Ścibiorek

Redaktor prowadzący: Daniel Kawa • Redaktor techniczny: Ryszard Kurasz
Korekta: Zespół • Projekt okładki: Krzysztof Galus
Fotografie na okładce: freepik.com, TrueMitra, FreeVectors.com

© Copyright by Wydawnictwo Adam Marszałek

Wszystkie prawa zastrzeżone. Książka, którą nabyłeś, jest dziełem twórcy i wydawcy.
Żadna jej część nie może być reprodukowana jakimkolwiek sposobem – mechanicznie,
elektronicznie, drogą fotokopii itp. – bez pisemnego zezwolenia wydawcy. Jeśli cytujesz
fragmenty tej książki, nie zmieniaj ich treści i koniecznie zaznacz, czyje to dzieło

Toruń 2017

Publikacja dofinansowana przez Wojskową Akademię Techniczną

ISBN 978-83-8019-839-5

Wydawnictwo prowadzi sprzedaż wysyłkową:
tel./fax 56 648 50 70; e-mail: marketing@marszalek.com.pl

Wydawnictwo Adam Marszałek, ul. Lubicka 44, 87-100 Toruń
tel. 56 664 22 35, 56 660 81 60, e-mail: info@marszalek.com.pl, www.marszalek.com.pl
Drukarnia nr 2, ul. Warszawska 54, 87-148 Łysomice, tel. 56 678 34 78

Rozdział 12

Magdalena Redo

UNIWERSYTET MIKOŁAJA KOPERNIKA W TORUNIU

ANALIZA PRZYCZYŃ NISKIEGO WYKORZYSTANIA UBEZPIECZAJĄCEJ ELASTYCZNEJ LINII KREDYTOWEJ (FCL) MIĘDZYNARODOWEGO FUNDUSZU WALUTOWEGO

**THE ANALYSIS OF THE CAUSES OF LOW UTILIZATION OF THE IMF'S
FLEXIBLE CREDIT LINE (FCL)**

Wprowadzenie

Celem opracowania jest przybliżenie specyfiki jednego z nowszych instrumentów MFW, jakim jest ubezpieczająca elastyczna linia kredytowa, analiza dotychczasowego jej wykorzystania przez państwa członkowskie oraz wskazanie przyczyn niskiego nią zainteresowania. Analiza raportów MFW oraz studium literaturowe pozwoliły zebrać mocne i słabe strony FCL oraz zasugerować kierunki zmian w konstrukcji tego narzędzia, które powinny nie tylko poprawić jego skuteczność, ale i skuteczność MFW we wzmacnianiu globalnej stabilności finansowej.

Elastyczna linia kredytowa (*Flexible Credit Line* – FCL) to jeden z pomocowych instrumentów Międzynarodowego Funduszu Walutowego wprowadzony 24 marca 2009 roku w reakcji na kryzys z 2008 roku¹ (i przedłużony 30 sierpnia 2010 roku)². Nie jest to klasyczny kredyt, a jedynie prawo do natychmiastowego, bezwarunkowego zadłużenia się państwa do wysokości przyznanego limitu w sytuacji nagłej potrzeby. Narzędzie to ma więc bardziej charakter prewencyjny, wzmacniający zewnętrzną wypłacalność gospodarki, a przez to jej wiarygodność oraz stabilność, i dający w efekcie łatwiejszy oraz tańszy dostęp do kapitału³. Zwłaszcza że FCL jest dostępna dla gospodarek z bardzo dobrymi fundamentami gospodarczymi

¹ IMF, *IMF Overhauls Lending Framework*, Press Release, 24.03.2009, nr 09 (85f).

² IMF, *IMF Enhances Crisis Prevention Toolkit*, Press Release, 30.08.2010, nr 10 (321).

³ IMF, *The IMF's Flexible Credit Line (FCL)*, 30.09.2016.

i instytucjonalnymi uwarunkowaniami, realizujących konsekwentną politykę gospodarczą i zobowiązujących się do jej kontynuowania.

Podstawą oceny w procesie przyznawania FCL jest analiza stopnia wypełnienia kryteriów kwalifikacyjnych, do których MFW zalicza:

- stabilną sytuację w bilansie płatniczym;
- dominację przepływów prywatnego kapitału na rachunku kapitałowym w bilansie płatniczym;
- stabilny dostęp do międzynarodowych rynków kapitałowych (na względnie korzystnych warunkach);
- względnie wysoki i stabilny poziom aktywów rezerwowych (jeśli FCL ma być jedynie narzędziem o charakterze prewencyjnym);
- zdrowe finanse publiczne, w tym stabilny poziom długu publicznego;
- niską i stabilną inflację, stwarzającą podwaliny solidnej polityki pieniężnej i kursowej;
- solidny system finansowy i brak problemów z wypłacalnością, które mogą zagrozić stabilności systemowej (w szczególności z wypłacalnością banków, grożącą kryzysem bankowym);
- efektywny nadzór sektora finansowego;
- integralność i przejrzystość publikowanych danych⁴.

Powyższe kryteria nie posiadają jednak wielkości referencyjnych wskaźników. Nie jest też koniecznym spełnienie wszystkich z nich, a podejście do analizy każdego przypadku jest zindywidualizowane i uwzględnia specyfikę sytuacji gospodarki oraz zmieniające się warunki globalne⁵.

Elastyczna linia kredytowa przyznawana jest na okres jednego lub dwóch lat (dwuletnie porozumienie obejmuje przegląd kwalifikacji po pierwszym roku). Jeśli państwo skorzysta z FCL, okres spłaty trwa od trzech do pięciu lat. Formalnie nie ma żadnego limitu jej wysokości, jednak każdy przypadek jest osobno analizowany. Za samo posiadanie FCL państwo zobowiązane jest płacić z góry roczną opłatę za tzw. dostępność do środków MFW (nawet jeśli w ogóle z nich nie skorzysta). Jest to tzw. opłata za gotować (*commitment fee*). Wysokość tej opłaty uzależniona jest od długości obowiązywania linii oraz jej wartości (w stosunku do kwoty udziałowej danego państwa w MFW) – wzrasta gdy linia obowiązuje dłużej niż dwanaście miesięcy oraz gdy jej wartość przewyższa 115% kwoty udziałowej (wzrasta jeszcze

⁴ IMF, *IMF Overhauls Lending Framework...*, op.cit.

⁵ IMF, *The IMF's Flexible Credit Line...*, op.cit.

bardziej po przekroczeniu 575% kwoty udziałowej)⁶. Z kolei od wykorzystanej części kredytu w ramach uzyskanej FCL państwo zobowiązane jest płacić odsetki (*lending rate*) oraz prowizję za uruchomienie transzy (*service charge*). Wysokość odsetek uzależniona jest od wysokości wykorzystanego limitu kredytowego oraz czasu zadłużenia. Na poziom tego oprocentowania składa się po pierwsze oprocentowanie bazowe, czyli oprocentowanie SDR (*SDR interest rate*) plus marża (obecnie wynosząca 100 punktów bazowych), a po drugie opłaty dodatkowe, gdy kwota kredytu przewyższa 187,5% kwoty udziałowej: w wysokości 200 punktów bazowych przez pierwsze trzy lata oraz 300 punktów bazowych w kolejnych latach. Tak skonstruowana progresja odsetek ma świadomie zniechęcać do długookresowego pożyczania dużych kwot od MFW. Prowizja za uruchomienie wynosi z kolei 50 punktów bazowych od każdej wykorzystanej transzy⁷.

Oprocentowanie SDR⁸ jest wyznaczane raz w tygodniu jako średnia ważona trzymiesięcznych stóp procentowych pożyczek rynku pieniężnego w pięciu walutach tworzących koszyk SDR⁹ – USD, JPY, EUR, GBP i od września 2016 roku chińskim juanie (RMB)¹⁰. Od kilku lat poziom oprocentowania SDR jest bardzo niski (na poziomie dziesiątych procenta)¹¹

⁶ Do 115% kwoty udziałowej opłata wynosi 15 punktów bazowych, przy wysokości między 115% a 575% kwoty udziałowej wynosi 30 punktów bazowych, a powyżej: 60 punktów bazowych (IMF, *The IMF's Flexible Credit Line...*, op.cit.).

⁷ IMF, *The IMF's Flexible Credit Line...*, op.cit.

⁸ Według tej stopy oprocentowane jest ciągnięcie przydzielonych członkom MFW SDR (*Special Drawing Rights*) – jednego z podstawowych mechanizmów MFW wzmacniających zewnętrzną wypłacalność gospodarek poprzez automatyczny dostęp do walut międzynarodowych w ramach przyznanej sumy SDR. Odsetki są płacone przez państwo-pożyczkobiorcę od niedoboru SDR w stosunku do pierwotnej kwoty alokacji SDR. Państwo-pożyczkodawca otrzymuje z kolei odsetki za użyczenie walut obcych – od nadwyżki posiadanych SDR (ponad pierwotną kwotę ich alokacji; IMF, *Articles of Agreement of the International Monetary Fund*, Article XXIV (Adopted at the United Nations Monetary and Financial Conference, Bretton Woods, New Hampshire, July 22, 1944. Entered into force December 27, 1945; M. Redo, *Istota i znaczenie oficjalnych aktywów rezerwowych w gospodarkach rozwijających się*, „Zeszyty Naukowe WSB we Wrocławiu” 2013, nr 5 (37), s. 193–205).

⁹ Od 1 października 2016 roku struktura koszyka SDR jest następująca: USD 41,73%, EUR 30,93%, RMB 10,92%, JPY 8,33% i GBP 8,09%.

¹⁰ IMF, *SDR Interest Rate Calculation*, http://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr_ir.aspx, dostęp: 19.01.2017.

¹¹ Jeszcze do jesieni 2016 roku oprocentowanie SDR utrzymywało się (przez ponad dwa lata) na poziomie poniżej 0,1%. Od października 2016 roku istotnie wzrosło i wynosi obecnie 0,308% (styczeń 2017 roku). To skutek włączenia do koszyka SDR chińskiego juana, w której to walucie oprocentowanie jest znacznie wyższe niż w przypadku dotych-

z uwagi na pokryzysowe wyjątkowo niskie stopy procentowe w bankach centralnych¹².

Ponieważ elastyczna linia kredytowa jest kredytem odnawialnym, to po spłacie pożyczonych środków można skorzystać z przyznanego limitu ponownie. Można też nie wykorzystać go w ogóle i traktować FCL jako narzędzie prewencyjne, stabilizujące i wzmacniające wiarygodność.

Wreszcie warto dodać, że FCL nie jest pierwszym tego typu narzędziem MFW. W kwietniu 1999 roku w odpowiedzi na kryzys azjatycki (1997–1998) MFW stworzył prewencyjną linię kredytową (*Contingent Credit Lines – CCL*)¹³, mającą zapobiegać utracie zaufania rynkowego w wyniku efektu zarażania (*contagion effect*) w sytuacji występowania zewnętrznych szoków finansowych¹⁴. Mimo że obowiązywała ona ponad cztery lata (do listopada 2003 roku), nigdy nie została przyznana żadnemu państwu. Jak wskazuje sam MFW do korzystania z tego instrumentu zniechęcać mogły zbyt słabo dopracowane zasady przyznawania CCL. Chodzi tu m.in. o wymóg zatwierdzenia dostępu przez Radę Wykonawczą (wzbudzający obawę o faktyczny dostęp do środków), zbyt słabo uwypuklony aspekt, że jest to instrument prewencyjny dla silnych gospodarek (przez co państwa obawiały się skorzystać z niego z obawy o pogorszenie wizerunku)¹⁵ czy obawy

czasowych głównych walut międzynarodowych. Warto też zauważyć, że przed kryzysem z 2008 roku kształtowało się ono na istotnie wyższym poziomie – np. w latach 2006–2007 około 3, a nawet ponad 4% w skali roku (IMF, *SDR Interest Rate Calculation*, http://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr_ir.aspx, dostęp: 19.01.2017).

¹² M. Redo, P. Siemiątkowski, *Zewnętrzne bezpieczeństwo finansowe państwa*, Toruń 2017.

¹³ IMF, *IMF Tightens Defenses Against Financial Contagion by Establishing Contingent Credit Lines*, Press Release, 25.04.1999, nr 99 (14); IMF, *Contingent Credit Lines. Executive Board Decision*, 23.04.1999, Effective, 26.04.1999, Decision No. 11627-(97/123).

¹⁴ P. Gąsiorowski (red.), *Międzynarodowy Fundusz Walutowy w reakcji na światowy kryzys finansowy i gospodarczy*, październik 2012.

¹⁵ Dla państw, które nie były w stanie wypełnić rygorystycznych kryteriów CCL (a obecnie FCL) MFW utworzył w 2010 roku osobną Ostrożnościową Linię Kredytową (*Precautionary Credit Line – PCL*; IMF, *Precautionary Credit Line*, Decision No. 14715-(10/83), przyjęty 30.08.2010.), przekształconą w 2011 roku w bardziej elastyczną Ostrożnościową Linię Płynnościową (*Precautionary and Liquidity Line – PLL*; IMF, *Precautionary and Liquidity Line*, Decision No. 15019-(11/112), przyjęty 21.11.2011). Obecnie PLL posiada jedynie Maroko (2,504 mld SDR, 280% kwoty udziałowej (IMF, *IMF Executive Board Approves US\$3.47 billion for Morocco Under the Precautionary and Liquidity Line*, Press Release, 22.07.2016, nr 16 (355)), wcześniej w okresie sierpień 2012 roku–sierpień 2014 roku linia dla Maroko opiewała na 4,1174 mld SDR, czyli 700% kwoty udziałowej, a w okresie lipiec 2014 roku–lipiec 2016 roku na 3,2351 mld SDR, czyli 550% kwoty). W okresie styczeń 2011 roku–styczeń 2013 roku PLL posiadała również Macedonia

o swobodę wydłużenia CCL, w efekcie czego wiele potencjalnie kwalifikujących się gospodarek wybrało alternatywne rozwiązania wzmacniające ich odporność na zewnętrzne szoki: głównie gromadzenie rezerw walutowych i uelastycznienie kursu walutowego¹⁶.

Dotychczasowe wykorzystanie instrumentu FCL

Elastyczna linia kredytowa została dotychczas przyznana tylko trzem państwom: Polsce, Kolumbii i Meksykowi. Polska i Kolumbia uzyskały dostęp do FCL w maju, a Meksyk w czerwcu 2009 roku i posiadają go nadal (maj 2017 roku). Żadne z tych państw nie wykorzystowało jak dotąd postawionych do ich dyspozycji środków w ramach linii, traktując ją jedynie jako ubezpieczenie przed zewnętrznymi zjawiskami kryzysowymi. Zauważyć należy, że obecne dwuletnie linie dla Meksyku¹⁷ i Kolumbii¹⁸ opiewają na wyższe kwoty niż poprzednio (tabela 1). Jak wskazują bowiem oba państwa, wyższe kwoty FCL mają im pomóc w utrzymaniu zaufania inwestorów i stanowić ubezpieczenie w sytuacji zarówno globalnej, jak i regionalnej niepewności oraz wzrostu prawdopodobieństwa powtórzenia się epizodów wysokiej zmienności cen aktywów i obniżonej płynności. W przeciwieństwie do tych państw Polska od 2015 roku zmniejsza corocznie zabezpieczenie w postaci FCL¹⁹, pomimo utrzymujących się zewnętrznych ryzyk na podwyższonym poziomie – m.in. zagrożeń dla wzrostu gospodarczego i stabilności finansów publicznych oraz sektora bankowego ze strony strefy euro, w związku z prawdopodobnymi dalszymi podwyżkami

(w pierwszym roku w wysokości 344,5 mln SDR, czyli 500% kwoty udziałowej, a w drugim roku 413,4 mln SDR, czyli 600% kwoty, z czego w marcu 2011 roku wykorzystali (pożyczyli) 197 mln SDR (spłacili do lutego 2015 roku; IMF, *Former Yugoslav Republic of Macedonia. IMF Country Report No. 16/356*, listopad 2016). Porozumienie Macedonii w ramach PLL nie zostało odnowione na kolejne okresy, z uwagi na niezaliczenie kryteriów kwalifikacyjnych podczas drugiego przeglądu (IMF, *The review of the Flexible Credit Line, the Precautionary and Liquidity Line, and the Rapid Financing Instrument – supplementary information*, 27.01.2014).

¹⁶ IMF, *The IMF's Contingent Credit Lines (CCL)*, marzec 2004.

¹⁷ IMF, *IMF Country Report No. 16/137, Mexico. Arrangement under the flexible credit line and cancellation of current arrangement*, maj 2016.

¹⁸ IMF, *IMF Country Report No. 16/154, Colombia. Arrangement under the flexible credit line and cancellation of current arrangement*, czerwiec 2016.

¹⁹ IMF, *IMF Executive Board Approves New Two-Year €8.24 Billion Flexible Credit Line Arrangement for Poland*, Press Release, 13.01.2017, nr 17 (11).

stóp procentowych w USA, negocjacjami w sprawie Brexitu czy napiętym kalendarzem wyborczym w Europie w 2017 roku – por. tabela 1.

Tabela 1. Zmiany w wysokości elastycznej linii kredytowej dla Kolumbii, Meksyku i Polski w latach 2009–2017 (data przyznania, wartość w mld SDR i jako % kwoty udziałowej w MFW)

lp.	Kolumbia			Meksyk			Polska		
	data	mld SDR	% kwoty	data	mld SDR	% kwoty	data	mld SDR	% kwoty
1.	11 V 2009	6,966	900	17 IV 2009	31,528	1 000	6 V 2009	13,690	1 000
2.	7 V 2010	2,322	300	25 III 2010	31,528	1 000	2 VII 2010	13,690	1 000
3.	6 V 2011	3,870	500	10 I 2011	47,292	1 500	21 I 2011	19,166	1 400
4.	24 VI 2013	3,870	500	30 XI 2012	47,292	1 304,4	18 I 2013	22,000	1 303
5.	17 VI 2015	3,870	500	26 XI 2014	47,292	1 304,4	14 I 2015 13 I 2016	15,500 13,000	918 770
6.	13 VI 2016	8,180	400,1	27 V 2016	62,3889	700	13 I 2017	6,500	158,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie: IMF, *IMF Financial Data Query Tool* [dostęp: 12.03.2017].

Pierwszym państwem, które uzyskało dostęp do FCL był Meksyk. Jest on posiadaczem linii o najwyższej dotąd wartości – zarówno nominalnie (62,4 mld SDR, czyli ok. 88 mld USD), jak i w relacji do kwoty udziałowej w MFW (w poszczególnych latach wartość FCL wahała się od 700 do 1500%²⁰ kwoty udziałowej Meksyku w MFW – por. tabela 1). FCL dla Polski jest obecnie (w 2017 roku) znacznie niższa, ale w szczytowym momencie (w latach 2013–2014) wynosiła 22 mld SDR (ok. 34 mld USD) i stanowiła (w latach 2011–2012) nawet 1400% kwoty udziałowej Polski w MFW (por. tabela 1). Spośród całej trójki najniższą względnie wartość FCL posiadała Kolumbia (do 900% kwoty udziałowej w MFW).

Wnioski z analiz MFW i banków centralnych poszczególnych państw wskazują na pozytywne działanie FCL w postaci zmniejszenia spreadów kredytowych oraz obniżenia zmienności kursu walutowego, w szczególności w początkowym okresie po zakwalifikowaniu przez MFW w 2009 roku, a właściwie już nawet po samym ogłoszeniu przez państwa zainteresowania uzyskaniem dostępu do FCL²¹. Było to zwłaszcza widoczne w przypadku

²⁰ Podkreślić należy, że w styczniu 2016 roku weszła w życie reforma kwot udziałowych w MFW (IMF, *Fourteenth General Review of Quotas and Reform of the Executive Board*, 2010), która wzmocniła rolę gospodarek wschodzących w tej organizacji (w szczególności Chin oraz w mniejszym stopniu Brazylii, Rosji i Indii). Dzięki temu cała czwórka należy dziś do dziesięciu największych udziałowców MFW, na których przypada 55,4% kwot udziałowych i 52,7% głosów (por. szerzej: M. Redo, P. Siemiątkowski, *Zewnętrzne bezpieczeństwo finansowe państwa*, Toruń 2017).

²¹ IMF, *Review of Flexible Credit Line and Precautionary Credit Line*, 2011.

Kolumbii, gdzie najsilniejszy efekt wywarło właśnie przyznanie pierwszej FCL, które przyczyniło się do ustabilizowania oczekiwań rynkowych i wzrostu zaufania konsumentów, co wpłynęło na przyspieszenie wzrostu gospodarczego i obniżenie inflacji, ułatwiło prowadzenie antycyklicznej polityki i znalazło odzwierciedlenie w niższej wycenie ryzyka przez inwestorów i szybszym zmniejszeniu spreadów obligacji na tle państw regionu)²². W Meksyku pozytywny efekt uzyskania dostępu do FCL był bardziej krótkotrwały i w dłuższym horyzoncie zaobserwowano mniejszy spadek spreadów instrumentów dłużnych. W przypadku Polski, zdaniem MFW i polskiego rządu²³, obserwowany w następnych okresach wzrost napływu kapitału, umocnienie złotego czy wzrost popytu na skarbowe obligacje były po części efektem uzyskania przez Polskę dostępu do FCL w maju 2009 roku. Podkreślić jednak należy, że poprawa w tym obszarze nie odbiegała od tej obserwowanej w sąsiednich gospodarkach, które nie korzystały z FCL (np. w Czechach i na Węgrzech)²⁴ i była obserwowana od przełomu lutego i marca 2009 roku, a więc zanim jeszcze Polska rozpoczęła starania o uzyskanie FCL (utworzonej dopiero zresztą przez MFW pod koniec marca 2009 roku). Trudno więc ocenić faktyczny wpływ FCL w przypadku Polski – choć zapewne gdyby nie ona ryzyko inwestycyjne w Polsce rynek wyceniałby wyżej. Bez wątpienia jest ona czynnikiem stabilizującym polską gospodarkę i ułatwiającym dostępność rynkowego kapitału oraz obniżającym jego koszt. Zauważyć jednak należy, że niestety zbyt długie posiadanie dodatkowego ubezpieczenia w MFW niesie także paradoksalnie negatywne skutki. Osłabia ono bowiem od dziewięciu lat wysiłki polskiej polityki gospodarczej na rzecz trwałego wzmacniania stabilności i wiarygodności, rozluźnia dyscyplinę w finansach państwa, usypiając czujność i odporność na szoki²⁵. Jak wykazuje analiza Redo²⁶ Polska w latach 2011–2016 mimo że posiadała średnio jeden z najwyższych wzrostów gospodarczych w UE,

²² IMF, *The review of the Flexible Credit Line...*, op.cit.; BRC, Banco de la República Colombia, *Impacto Macroeconómico de la Línea de Crédito Flexible con el Fondo Monetario Internacional*, 11.03.2011.

²³ IMF, *The review of the Flexible Credit Line...*, op.cit.

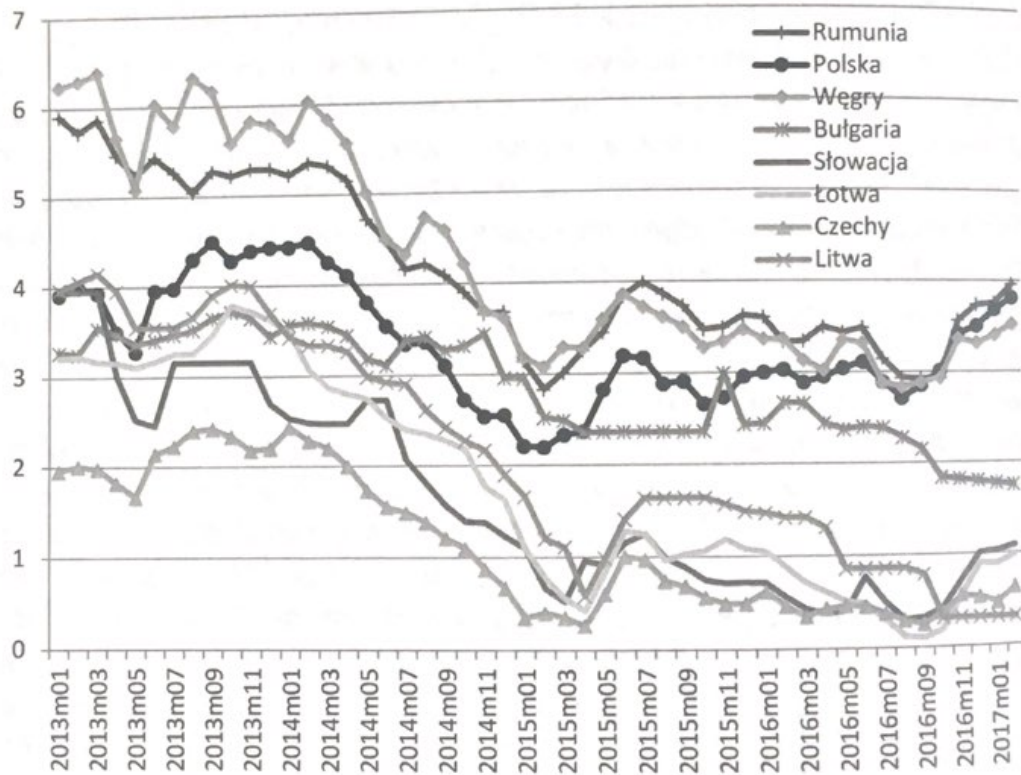
²⁴ Por. szerzej analizę porównawczą dla Polski, Czech i Węgier w IMF, *The review of the Flexible Credit Line, the Precautionary and Liquidity Line, and the Rapid Financing Instrument – supplementary information*, 27.01.2014.

²⁵ IMF, *The review of the Flexible Credit Line...*, op.cit.

²⁶ M. Redo, *Ocena skuteczności elastycznej linii kredytowej MFW we wzmacnianiu bezpieczeństwa finansowego polskiej gospodarki*, „Przedsiębiorczość i Zarządzanie” 2017, t. XVIII, z. 9.

to zamykała swe budżety państwa (*general government*) jednymi z największych deficytów (średnio na poziomie 3,5% PKB) obok niewypłacalnej Grecji, odciętych od rynkowego finansowania w dniu kryzysu Hiszpanii, Portugalii i Irlandii czy przeżywających silny bankowy kryzys Cypru i Słowenii oraz nieporównywalnie bardziej wiarygodnej Wielkiej Brytanii. Problem ten dostrzegają oczywiście inwestorzy, odpowiednio wyżej wyceniając premię za ryzyko inwestycyjne w Polsce, w konsekwencji czego rynkowy koszt kapitału należy w Polsce do najwyższych wśród państw Europy Środkowo-Wschodniej (por. np. różnice w poziomie rentowności skarbowych obligacji – rysunek 1)²⁷.

Rysunek 1. Rentowność 10-letnich skarbowych obligacji w Polsce i wybranych państwach* Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2013–2017 (w %)



* państwa w legendzie uszeregowane są od najwyższej rentowności na koniec lutego 2017 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie Eurostat, *Long term government bond yields*, <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, dostęp: 12.04.2017.

²⁷ Por. szerzej: eadem, *Bezpieczeństwo finansów publicznych – wpływ ekspansji fiskalnej na poziom kosztu kapitału w Polsce na tle państw Europy Środkowo-Wschodniej*, [w:] *Bezpieczeństwo ekonomiczne państwa. Uwarunkowania, procesy, skutki*, red. A. Jankiewicz, A. Trzaskowska-Dmoch, Warszawa 2017.

Rentowność 10-letnich polskich skarbowych obligacji należy obecnie (luty 2017 roku) do najwyższych wśród państw Europy Środkowo-Wschodniej (obok rumuńskich i węgierskich) i jest ponaddwukrotnie wyższa niż bułgarskich, prawie 4-krotnie wyższa niż słowackich, słoweńskich i łotewskich, 6-krotnie wyższa od czeskich i ponad 12-krotnie wyższa od litewskich (rys. 1), co oznacza że koszty obsługi długu publicznego w Polsce są proporcjonalnie wielokrotnie wyższe niż w tych państwach²⁸. Ponadto dodatkowo powiększa je koszt posiadania elastycznej linii kredytowej MFW. Oczywiście gdyby nie ona rynkowy koszt kapitału w Polsce byłby zapewne jeszcze wyższy²⁹. Zdawać jednak sobie należy sprawę, że brak obecnych działań dyscyplinujących sytuację w finansach publicznych w Polsce będzie powodował wzrost ryzyka inwestycyjnego także w kolejnych dekadach. Droższy kapitał dziś oznacza bowiem szybszy przyrost zadłużenia (zarówno publicznego, jak i prywatnego), a więc mniejszą zdolność kre-

²⁸ Coraz więcej bowiem wyników badań dowodzi silnej zależności pomiędzy wielkością deficytów w finansach państwa a kosztami obsługi zadłużenia publicznego (por. m.in. M.B. Canzoneri, R. Cumba, B. Diba, *Should the European Central Bank and the Federal Reserve be concerned about fiscal policy?*, Rethinking stabilization policy: a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 29–31.08.2002, s. 333–389; T. Laubach, *New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt*, „Journal of the European Economic Association” 2009, nr 7 (6), s. 858–885; R. Faini, *Fiscal policy and interest rates in Europe*, „Economic Policy” 2006, nr 21 (47), s. 443–489; K. Bernoth., J. von Hagen, L. Schuknecht, *Sovereign risk premia in the European government bond market*, „ECB Working Paper” 2004, nr 369; K. Bernoth, G.B. Wolff, *Fool the markets? Creative accounting, fiscal transparency and sovereign risk premia*, „CESifo Working Paper”, maj 2006, nr 1732). Potwierdza to silna ujemna korelacja (wykazana przez M. Redo, *Sustaining government budget deficits as a cause for the cost of public debt service increase in Western European countries in the 1995–2015 period*, „Torun International Studies”, grudzień 2006, nr 1 (9), s. 57–65, DOI: <http://dx.doi.org/10.12775/TIS.2016.005>) pomiędzy średnim saldem *general government* (w relacji do PKB) a średnią rentownością 10-letnich skarbowych papierów wartościowych w piętnastu zachodnich państwach UE w latach 1995–2015 (utrzymującym się wyższym deficytem *general government* towarzyszą wyższe koszty obsługi długu publicznego w długim okresie). Dla jedenastu państw EŚW w latach 2002–2015 korelacja ta jest słabsza (i nieistotna statystycznie), silniejsza przed kryzysem z 2008 roku i bardzo słaba w następnych latach (M. Redo, *Deficyty budżetowe zagrożeniem dla rynkowego kosztu kapitału? Analiza zależności pomiędzy rentownością skarbowych obligacji a saldem w finansach publicznych w państwach Europy Środkowo-Wschodniej należących do Unii Europejskiej w latach 2001–2015*, [w:] *Wymiary bezpieczeństwa europejskiego*, red. M. Leszczyński, M. Molendowska, T. Pawłuszko, Kielce 2017), co wydaje się potwierdzać występowanie w EŚW wykazywanego w badaniach zjawiska niedoszacowywania ryzyka w gospodarkach rozwijających się, czyli akceptacji przez inwestorów gorszych niektórych wskaźników dopóki są one pod kontrolą, a gospodarka rośnie.

²⁹ M. Redo, *Ocena skuteczności elastycznej linii kredytowej...*, op.cit.

dytową polskich podmiotów gospodarczych i wyższe ryzyko inwestycyjne w przyszłości, co znajdować będzie odzwierciedlenie również w przyszłości w wyższym koszcie kapitału, ograniczając tym możliwości i perspektywy rozwojowe polskiej gospodarki, zdolność rolowania zadłużenia w następnych dekadach i odporność na szoki. Podkreślić wreszcie należy, że permanentne deficyty w finansach państwa nie są powszechnym zjawiskiem. Nadwyżki budżetowe, bardziej lub mniej regularnie, wypracowywały do czasu kryzysu z 2008 roku nie tylko Luksemburg i Estonia, ale także Finlandia, Dania, Szwecja, Bułgaria, Korea Południowa, Kanada czy Australia³⁰. Co więcej, nie są też dziś osobliwością: w 2016 roku aż dziesięć państw UE zamknęło swe budżety nadwyżką (*general government*), a dwa kolejne zrównoważyły je – wśród nich są Czechy, Estonia, Litwa, Łotwa i Bułgaria³¹.

Przyczyny niskiego wykorzystania FCL

W sytuacji powtarzających się problemów gospodarek rozwijających się z dostępem do zewnętrznego finansowania i utrzymujących się znaczących rozbieżności w jego koszcie (nawet poza okresami napięć), dziwić może niewielkie dotąd wykorzystanie ubezpieczeniowych instrumentów MFW (FCL i PLL). Wśród przyczyn takiego stanu wymienia się (podobnie jak w przypadku CCL z 1999 roku) zbyt surowe kryteria kwalifikacji, niewystarczające zasoby MFW, wysokie koszty oraz piętno związane z pomocą MFW. Choć niektórzy twierdzą, że to tylko mity – np. Birdsall, Rojas-Suarez i Diofasi³² wykazują, że liczba kwalifikujących się państw do FCL jest ich zdaniem 7–8-krotnie większa niż liczba obecnych jej użytkowników, że zasoby MFW dzięki reformie kwot znacznie się powiększyły od 2016 roku i są dziś więcej niż wystarczające, aby obsługiwać większe portfele zabezpieczające, że FCL (oraz PLL) należy do najmniej kosztownych i najbardziej korzystnych instrumentów wsparcia płynności MFW, a wnioskowaniu o wsparcie FCL towarzyszyła jednoznacznie pozytywna reakcja inwestorów. Pamiętać jednak należy, że nie sposób stwierdzić czy

³⁰ M. Redo, J. Ciak, K. Wójtowicz, *Bezpieczeństwo finansów publicznych*, Warszawa 2018.

³¹ Eurostat, *General government deficit/surplus*, dostęp: 16.05.2017.

³² N. Birdsall, L. Rojas-Suarez, A. Diofasi, *Expanding Global Liquidity Insurance: Myths and Realities of the IMF's Precautionary Credit Lines*, „Center for Global Development Working Paper”, luty 2017, nr 449.

wszystkie te gospodarki w ocenie MFW zaliczyłyby kryteria dopuszczeniowe w ostrej fazie globalnego kryzysu obarczonej niepewnością dalszego jego rozwoju, że w 2009 roku gdy wsparcie dla wiarygodności było im najbardziej potrzebne możliwości finansowe MFW były istotnie mniejsze, że w sytuacjach kryzysowych opłata za dostępność FCL to i tak duże wyrzeczenie i że w 2009 roku mieliśmy do czynienia z ogólnoswiatowym kryzysem i powszechnym wzrostem awersji do ryzyka inwestycyjnego, w obliczu czego nastąpił przejściowy wzrost tolerancji dla podejmowanych *ad hoc* radykalnych, pogarszających wiarygodność albo niestosowanych dotąd działań. Wydaje się, że w przyszłości w przypadku problemów pojedynczych gospodarek lub kryzysów o zasięgu regionalnym spadek wiarygodności i zainteresowania inwestorów będzie większy – tak jak to bywało wcześniej.

Zgodzić się jednak należy, że popularność ostrożnościowych linii kredytowych MFW (zarówno na skutek ograniczonego popytu na nie, jak i ich podaży), a więc tym samym skuteczność MFW w zapobieganiu kryzysom i ich łagodzeniu, obniża:

1. brak jednoznacznie zdefiniowanych wskaźników ocenianych w procesie przyznawania FCL (i PLL), ich wag oraz wartości referencyjnych, co zniechęca do podejmowania starań o FCL;
2. brak jednoznacznej informacji o puli zasobów przeznaczonych przez MFW na linie ubezpieczające oraz obawy o preferowanie tradycyjnych pożyczek i kredytów przez pracowników/decydentów w MFW, choćby z uwagi na większą praktykę w ich udzielaniu;
3. i wreszcie pokutujące wciąż piętno polityczne związane z wykorzystaniem zasobów MFW³³.

Podsumowanie

Stąd też bez wątpienia konieczna jest poprawa przejrzystości i przewidywalności wyników kwalifikowalności do FCL (i PLL) poprzez wskazanie zamkniętej listy wskaźników, ich wartości referencyjnych oraz wag. Warty zastanowienia jest też pomysł publikowania przez MFW uaktualnianej okresowo listy państw spełniających kryteria kwalifikacji³⁴, co samo

³³ Ibidem.

³⁴ U. Panizza, *A Perfectly Crazy Idea for the IMF*, 2.11.2016, <https://www.project-syndicate.org/commentary/efficient-imf-lending-facility-by-ugo-panizza-2016-11?barrier=accessreg>, dostęp: 15.04.2017; CLAAF, Comité Latino Americano de Asuntos Fier

w sobie mogłoby już wpłynąć (bezkosztowo) na poprawę wiarygodności danej gospodarki, jej stabilności i odporności na szoki, a więc obniżenie premii za ryzyko i przyciągnięcie inwestorów, zmniejszając tym grono państw wymagających wsparcia i jednocześnie wzmacniając zdolność MFW do skutecznego działania. Konieczny jest wreszcie większy nacisk na budowanie wizerunku MFW i rządów poszczególnych gospodarek. Należy więc unikać krytyki państw korzystających z linii i chwalić je głośno za realizację odpowiedzialnej polityki gospodarczej oraz wdrażanie reform, wzmacniających stabilność gospodarczą i poprawiających perspektywy rozwojowe. Zapewnienie możliwie stabilnego dostępu do międzynarodowej płynności leży nie tylko w interesie zainteresowanych gospodarek i MFW, jako stróża globalnej stabilności finansowej w coraz bardziej zmiennym i coraz silniej powiązanim środowisku globalnym, ale w interesie nas wszystkich. Większa liczba gospodarek z dostępem do zewnętrznych źródeł finansowania długów i rozwoju wzmocni bowiem stabilność całego systemu. Prewencyjne linie MFW (jak FCL i PLL) stanowiące źródło swobodnej dodatkowej płynności wydają się lepszym rozwiązaniem niż wielomiliardowe pożyczki na wychodzenie z kryzysu. Słusznym jest twierdzenie, że świat powinien przeznaczać więcej środków, by zapobiegać kryzysom, a mniej by je łagodzić. Trzeba więc podjąć działania nakierowane na skuteczne rozwiązanie problemu zadłużenia i płynności gospodarek rozwijających się. Przejściowe złagodzenie problemów nie rozwiązuje ich i co więcej wzmaga ryzyko i potencjalne straty w systemie. Konieczne są więc działania wymuszające reformy strukturalne głównie w zakresie funkcjonowania finansów publicznych oraz rynków finansowych, w szczególności sektora bankowego³⁵. Do tego jednak potrzebna jest większa świadomość występowania dziś silnych i skomplikowanych zależności międzynarodowych oraz zagrożeń, jakie generują one dla stabilności i rozwoju całej gospodarki światowej, a więc i wszystkich poszczególnych państw. Dlatego niezbędne są wspólne i bardziej radykalne działania na rzecz wzmocnienia bezpieczeństwa ekonomicznego na świecie, przedkładające interes globalny nad narodowy, co wciąż uniemożliwia słabość instytucjonalna organizacji międzynarodowych, takich

nancieros, *Latin America in a New Global Political and Economic Scenario: What does it Mean for the Region?*, Statement, 14.12.2016, nr 26; N. Birdsall, L. Rojas-Suarez, A. Diofasi, *Expanding Global Liquidity Insurance...*, op.cit.

³⁵ E. Chojna-Duch, *Challenges for the IMF during the financial crisis 2008–2012*, marzec 2012, http://economics.soc.uoc.gr/macro/docs/Year/2012/papers/paper_1_137.pdf, dostęp: 16.04.2017.

jak MFW (niedoszacowanie siły głosów państw rozwijających się), stwarzająca zagrożenie fragmentyzacją światowego systemu bezpieczeństwa³⁶, a przez to jego nieskutecznością. Kluczowym pozostaje więc ciągnący się od dekad problem braku gotowości opinii międzynarodowej (głównie wysokorozwiniętych gospodarek) do radykalnych działań, faktycznie rozwiązujących poszczególne problemy, bez czego nie jest możliwe zbudowanie skutecznego globalnego systemu bezpieczeństwa³⁷.

Należałoby się wreszcie zastanowić nad czasowym ograniczeniem dostępności do zabezpieczającej FCL. Przedłużający się parasol ochronny MFW demotywuje bowiem rządy w działaniach na rzecz trwałego wzmacniania stabilności i wiarygodności gospodarczej, usypia ich czujność (a także rynków finansowych), rozluźnia dyscyplinę w finansach państwa, obniżając odporność gospodarki na szoki, ograniczając jej przyszłe możliwości rozwojowe, prowokując spekulantów i zwiększając ryzyko wystąpienia zjawiska *sudden stop* (nagłego wyhamowania napływu kapitału zagranicznego), a tym samym osłabiając stabilność całej gospodarki światowej, zwiększając ryzyko występowania kryzysów oraz zmagając ostrość ich przebiegu.

Bibliografia

- Bernoth K., Hagen J. von, Schuknecht L., *Sovereign risk premia in the European government bond market*, „ECB Working Paper” 2004, nr 369.
- Bernoth K., Wolff G.B., *Fool the markets? Creative accounting, fiscal transparency and sovereign risk premia*, „CESifo Working Paper”, maj 2006, nr 1732.
- Birdsall N., Rojas-Suarez L., Diofasi A., *Expanding Global Liquidity Insurance: Myths and Realities of the IMF's Precautionary Credit Lines*, „Center for Global Development Working Paper”, luty 2017, nr 449.
- BRC, Banco de la República Colombia, *Impacto Macroeconómico de la Línea de Crédito Flexible con el Fondo Monetario Internacional*, 11.03.2011.
- Canzoneri M.B., Cumba R., Diba B., *Should the European Central Bank*

³⁶ M. Wajda, *Działalność stabilizacyjna Międzynarodowego Funduszu Walutowego w latach 2008–2014*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2016, nr 266.

³⁷ M. Moschella, *Governing risk. The IMF and global financial crises*, London 2012.

- and the Federal Reserve be concerned about fiscal policy?*, Rethinking stabilization policy: a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 29–31.08.2002.
- Chojna-Duch E., *Challenges for the IMF during the financial crisis 2008–2012*, marzec 2012, http://economics.soc.uoc.gr/macro/docs/Year/2012/papers/paper_1_137.
- CLAAF, Comité Latino Americano de Asuntos Financieros, *Latin America in a New Global Political and Economic Scenario: What does it Mean for the Region?*, Statement, 14.12.2016, nr 36.
- Eurostat, *General government deficit/surplus*.
- Eurostat, *Long term government bond yields*, <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>.
- Faini R., *Fiscal policy and interest rates in Europe*, „Economic Policy” 2006, nr 21 (47).
- Gąsiorowski P. (red.), *Międzynarodowy Fundusz Walutowy w reakcji na światowy kryzys finansowy i gospodarczy*, październik 2012.
- IMF, *Articles of Agreement of the International Monetary Fund*, Article XXIV (Adopted at the United Nations Monetary and Financial Conference, Bretton Woods, New Hampshire, 22.07.1944. Entered into force December 27, 1945).
- IMF, *Contingent Credit Lines. Executive Board Decision*, 23.04.1999, Effective April 26, 1999, Decision No. 11627-(97/123).
- IMF, *Former Yugoslav Republic of Macedonia*, IMF Country Report No. 16/356, listopad 2016.
- IMF, *Fourteenth General Review of Quotas and Reform of the Executive Board*, 2010.
- IMF, *IMF Country Report No. 16/137, Mexico. Arrangement under the flexible credit line and cancellation of current arrangement*, maj 2016.
- IMF, *IMF Country Report No. 16/154, Colombia. Arrangement under the flexible credit line and cancellation of current arrangement*, czerwiec 2016.
- IMF, *IMF Enhances Crisis Prevention Toolkit*, Press Release, 30.08.2010, nr 10 (321).
- IMF, *IMF Executive Board Approves New Two-Year €8.24 Billion Flexible Credit Line Arrangement for Poland*, Press Release, 13.01.2017, nr 17 (11).

- IMF, *IMF Executive Board Approves US\$3.47 billion for Morocco Under the Precautionary and Liquidity Line*, Press Release, 22.07.2016, nr 16 (355).
- IMF, *IMF Financial Data Query Tool*.
- IMF, *IMF Overhauls Lending Framework*, Press Release, 24.03.2009, nr 09 (85).
- IMF, *IMF Tightens Defenses Against Financial Contagion by Establishing Contingent Credit Lines*, Press Release, 25.04.1999, nr 99 (14).
- IMF, *Precautionary and Liquidity Line*, Decision No. 15019-(11/112), przyjęty 21.11.2011.
- IMF, *Precautionary Credit Line*, Decision No. 14715-(10/83), przyjęty 30.08.2010.
- IMF, *Review of Flexible Credit Line and Precautionary Credit Line*, 2011.
- IMF, *SDR Interest Rate Calculation*, http://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr_ir.aspx.
- IMF, *The IMF's Flexible Credit Line (FCL)*, 30.09.2016.
- IMF, *The IMF's Contingent Credit Lines (CCL)*, marzec 2004.
- IMF, *The review of the Flexible Credit Line, the Precautionary and Liquidity Line, and the Rapid Financing Instrument – supplementary information*, 27.01.2014.
- Laubach T., *New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt*, „Journal of the European Economic Association” 2009, nr 7 (6).
- Moschella M., *Governing risk. The IMF and global financial crises*, London 2012.
- Panizza U., *A Perfectly Crazy Idea for the IMF*, 2.11.2016, <https://www.project-syndicate.org/commentary/efficient-imf-lending-facility-by-ugo-panizza-2016-11?barrier=accessreg>.
- Redo M., *Bezpieczeństwo finansów publicznych – wpływ ekspansji fiskalnej na poziom kosztu kapitału w Polsce na tle państw Europy Środkowo-Wschodniej*, [w:] *Bezpieczeństwo ekonomiczne państwa. Uwarunkowania, procesy, skutki*, red. A. Jackiewicz, A. Trzaskowska-Dmoch, Warszawa 2017.
- Redo M., Ciak J., Wójtowicz K., *Bezpieczeństwo finansów publicznych* Warszawa 2018.
- Redo M., *Deficyty budżetowe zagrożeniem dla rynkowego kosztu kapitału? Analiza zależności pomiędzy rentownością skarbowych obligacji a saldem w finansach publicznych w państwach Europy Środkowo-*

- Wschodniej należących do Unii Europejskiej w latach 2001–2015*, [w:] *Wymiary bezpieczeństwa europejskiego*, red. M. Leszczyński, M. Molendowska, T. Pawłuszko, Kielce 2017.
- Redo M., *Istota i znaczenie oficjalnych aktywów rezerwowych w gospodarkach rozwijających się*, „Zeszyty Naukowe WSB we Wrocławiu” 2013, nr 5 (37).
- Redo M., *Ocena skuteczności elastycznej linii kredytowej MFW we wzmacnianiu bezpieczeństwa finansowego polskiej gospodarki*, „Przedsiębiorczość i Zarządzanie” 2017, t. XVIII, z. 9.
- Redo M., Siemiątkowski P., *Zewnętrzne bezpieczeństwo finansowe państwa*, Toruń 2017.
- Redo M., *Sustaining government budget deficits as a cause for the cost of public debt service increase in Western European countries in the 1995–2015 period*, „Torun International Studies”, grudzień 2016, nr 1 (9), DOI: <http://dx.doi.org/10.12775/TIS.2016.005>.
- Redo M., *Źródła pochodzenia rezerw walutowych – analiza przepływów międzynarodowych w Polsce pod kątem akumulacji aktywów rezerwowych*, „Zeszyty Naukowe WSB we Wrocławiu” 2013, nr 38.
- Wajda M., *Działalność stabilizacyjna Międzynarodowego Funduszu Walutowego w latach 2008–2014*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2016, nr 266.

Streszczenie

Fakt że taniej jest zapobiegać kryzysom, niż się z nich podnosić, zyskuje nowy wymiar w dobie coraz silniejszych powiązań i uzależnień międzynarodowych, powodujących że przyszłe kryzysy będą mieć coraz częściej globalny charakter, a pomoc w podnoszeniu się z nich przekraczać będzie możliwości finansowe organizacji międzynarodowych czy dużych silnych gospodarek. Dlatego tak ważne jest wzmacnianie globalnej stabilności, by ograniczyć ryzyka i zapobiegać kryzysom lub łagodzić ich przebieg. Elastyczna linia kredytowa wydaje się być trafnym narzędziem wzmacniającym stabilność gospodarek rozwijających się, które stanowią jeden z głównych załączków globalnej niestabilności w związku z wysokim w ich przypadku ryzykiem występowania zjawiska *sudden stop*. By zwiększyć wykorzystanie FCL (a więc i skuteczność) konieczna jest: 1. poprawa przejrzystości zasad kwalifikowalności do FCL i przewidywalności jej wyników; 2. publikowanie okresowo aktualizowanej listy państw kwalifikujących się do FCL; 3. wzmacnianie pozytywnego wizerunku na arenie międzynarodowej

zarówno MFW (m.in. poprzez kontynuowanie reform instytucjonalnych), jak i państw realizujących odpowiedzialną politykę gospodarczą oraz wdrażających reformy, wzmacniające ich stabilność gospodarczą i poprawiające perspektywy rozwojowe; 4. wprowadzenie czasowego ograniczenia dostępności do FCL, by zapobiec obserwowanemu w Polsce zjawisku pokusy nadużycia.

Słowa kluczowe: elastyczna linia kredytowa, MFW, stabilność finansowa, bezpieczeństwo finansowe, wiarygodność, finansowanie zewnętrzne, koszt kapitału

Abstract

The next crises will be more global in nature, because there are more and more bigger and stronger connections and international dependencies. That's why international institutions and even bigger and richer economies will not be able to overcome global crises. So we have to spend more money and take more actions to strengthen global stability to reduce investment risks and thanks to that prevent or alleviate the next crises. It is cheaper for global economy to prevent crises than to rise from them. The IMF's flexible credit line seems to be the right tool for strengthening the stability of developing economies (and thus the global economy), that are one of the main sources of global instability due to the high risk of sudden stop phenomenon. To increase the uptake of FCL (and thus its effectiveness) IMF should: 1. improve the transparency of eligibility requirements for FCL and predictability of the qualification assessment's results; 2. publish a periodically updated list of all countries eligible for FCL; 3. strengthen the positive image of the IMF (through institutional reforms) and governments (that implement economic reforms and responsible fiscal planning to strengthen their economic stability and improving growth prospects); 4. introduce temporary limitations in access to FCL, to prevent the phenomenon of moral hazard observed in Poland.

Keywords: flexible credit line, IMF, financial stability, financial security, credibility, external financing, cost of capital