



PRZEDSIĘBIORCZOŚĆ
I ZARZĄDZANIE

ŁÓDŹ - WARSZAWA 2017 | ISSN 2543-8190

XVIII

TOM

9

ZESZYT

I

CZĘŚĆ

Redakcja naukowa:

Konrad Raczkowski

Jarosław Klepacki

Globalna i lokalna ekonomia rozwoju - szanse i zagrożenia



WYDAWNICTWO
SPOŁECZNEJ AKADEMII NAUK



PRZEDSIĘBIORCZOŚĆ I ZARZĄDZANIE

ŁÓDŹ - WARSZAWA 2017 | ISSN 2543-8190

XVIII

TOM

9

ZESZYT

I

CZĘŚĆ

Redakcja naukowa:

Konrad Raczkowski

Jarosław Klepacki

Globalna i lokalna ekonomia rozwoju - szanse i zagrożenia



WYDAWNICTWO
SPOŁECZNEJ AKADEMII NAUK

Zeszyt recenzowany

Redakcja naukowa: Konrad Raczkowski, Jarosław Klepacki

Korekta: Lidia Pernak, Witold Kowalczyk

Skład: Witold Kowalczyk

Projekt okładki: Marcin Szadkowski

© **Copyright:** Społeczna Akademia Nauk



ISSN 1733-2486

Wersja elektroniczna publikacji jest wersją podstawową, dostępna na stronie:

piz.san.edu.pl

5	<i>Wstęp</i>
Część I	
Wielopłaszczyznowe aspekty globalnej ekonomii rozwoju	
13	Olga Ilyash, Nataliia Buhaichuk <i>Social Determinants of Economic Development Theories</i>
29	Nina Słepnicka <i>On-demand economy vs. szanse i zagrożenia bezpieczeństwa ekonomicznego</i>
41	Małgorzata Czermińska <i>European Union's New Generalised System of Preferences – A New Scenario for Development of Trade with the EU for Beneficiaries of the System?</i>
59	Marta Postuła <i>Czynniki łagodzące skutki kryzysu gospodarczego</i>
71	Aleksandra Kowalska <i>Systemy wymiany informacji o oszustwach żywnościowych w Unii Europejskiej</i>
87	Urszula K. Zawadzka-Pąk <i>Instrumenty ograniczania deficytu i długu sektora general government i ich skuteczność w państwach UE i EFTA</i>
101	Natasza Duraj <i>Przestępstwa o charakterze ekonomicznym, popełniane na terytorium Federacji Rosyjskiej i ich unormowanie w rosyjskim Kodeksie karnym</i>
113	Elżbieta Bombińska <i>Metody pomiaru obrotów międzynarodowego handlu usługowego</i>
127	Zbysław Dobrowolski <i>Prolegomena etnocentryzmu publicznego</i>
137	Katarzyna Żukrowska <i>The New Financial Realities in the EU Caused by Change of Revenues of the General Budget After Brexit. The Case of Poland</i>

Część II

Sprawność państwa – skuteczność i ekonomiczność instytucji

- 157 **Zbysław Dobrowolski** | *Ocena programów polityki społecznej*
- 169 **Janusz Płaczek** | *Nowy podział administracyjny Polski szansą na dodatkowy rozwój społeczno-gospodarczy*
- 181 **Grzegorz Olczyk** | *Inercja nieformalnych instytucji w rozwoju ekonomicznym Polski*
- 195 **Grzegorz Zimon** | *Bezpieczeństwo ekonomiczne mikrojednostek*
- 207 **Katarzyna Wójtowicz** | *Indywidualny wskaźnik zadłużenia (IWZ) a bezpieczeństwo finansowe jednostek samorządu terytorialnego (JST)*
- 221 **Dominika Tchórzewska** | *Przedsiębiorczość i zarządzanie w wieku neokolonializmu cyfrowego: szanse i zagrożenia dla Polski w XXI w.*
- 239 **Michał Klimek** | *The Role of Poland in the Shaping of the International Order – an Economic Threat or an Opportunity?*
- 251 **Przemysław Czernicki, Marian Szolucha** | *Funkcjonowanie rurociągu OPAL jako zagrożenie dla bezpieczeństwa i rozwoju energetycznego RP w sektorze gazu ziemnego*
- 267 **Magdalena Redo** | *Ocena skuteczności elastycznej linii kredytowej MFW we wzmacnianiu bezpieczeństwa finansowego polskiej gospodarki*
- 281 **Bianka Godlewska-Dzioboń** | *Techniczne uzbrojenie pracy a wydajność pracy w krajach Europy Środkowo-Wschodniej w latach 1993–2013*

Magdalena Redo*

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

Ocena skuteczności elastycznej linii kredytowej MFW we wzmacnianiu bezpieczeństwa finansowego polskiej gospodarki

The Evaluation of the Effectiveness of the IMF's Flexible Credit Line in Strengthening the Financial Security of the Polish Economy

Abstract: There is no doubt that the IMF's flexible credit line strengthened the credibility of the Polish economy in the toughest years of the crisis that started in 2008. The FCL enabled (for relatively low cost) to refinance the debts in Poland without a significant increase in the cost of capital observed in some countries. But the protracted use of the FCL led to costly delays in government's efforts in strengthening the stability and credibility of the Polish economy. FCL lowered vigilance, relaxed fiscal discipline, and thus reduced the economy's resilience to shocks and its future growth prospects. It made the investment's risk higher in Poland and consequently/simultaneously raised the market cost of capital. All that unfavourable factors have reduced the attractiveness and competitiveness of the Polish economy. The government bonds yield in Poland (and consequently the market cost of capital) is one of the highest in Central and Eastern Europe.

Key-words: financial security, international liquidity, financial stability, cost of capital, investment risk, flexible credit line, IMF, economic credibility

Wprowadzenie

Celem opracowania jest analiza efektywności elastycznej linii kredytowej w Polsce w latach 2009–2017 – jednego z nowszych instrumentów Międzynarodowego Funduszu Walutowego, mającego wzmacniać wiarygodność gospodarczą państw, ich

stabilność oraz odporność na szoki. W tym celu przeprowadzono studium literaturowe w poszukiwaniu ocen efektywności FCL oraz dokonano analizy porównawczej poziomu zabezpieczenia w postaci FCL (w stosunku do wielkości oficjalnych aktywów rezerwowych), kosztów posiadania FCL przez Polskę w latach 2009–2017 i zmian w poziomie rentowności skarbowych obligacji (na tle państw regionu Europy Środkowo-Wschodniej) po uzyskaniu dostępu do FCL.

W dobie coraz liczniejszych i silniejszych powiązań międzynarodowych, w szczególności o charakterze finansowym (z uwagi na zasobność rynków finansowych), które przybierają coraz częściej formę uzależnień, kluczowe dla bezpieczeństwa ekonomicznego państwa stało się jego zewnętrzne bezpieczeństwo finansowe [Redo, Siemiątkowski 2017]. Dynamicznie rosnące zapotrzebowanie na kapitał dla finansowania rozwoju gospodarczego i coraz wyższych długów w sytuacji niekontrolowanego rozwoju rynków finansowych żądnych i większych, i szybszych zysków oraz akceptujących coraz wyższe ryzyko wzbudza uzasadnione obawy o stabilność finansową nie tylko pojedynczych państw, ale także całej gospodarki światowej. Bez wątpienia pozytywnie należy ocenić wszelkie starania MFW o wzmacnianie globalnej stabilności finansowej, w szczególności o charakterze prewencyjnym – świat powinien przeznaczać więcej środków, by zapobiegać kryzysom, a mniej, by je łagodzić [Chojna-Duch 2012]. W związku ze skalą i tempem rozwoju finansowych powiązań międzynarodowych kolejne kryzysy będą mieć częściej charakter globalny, a ich łagodzenie przekraczać będzie możliwości finansowe pojedynczych organizacji międzynarodowych i rządów bogatych państw. Dlatego tak ważne jest stworzenie skutecznego globalnego systemu bezpieczeństwa finansowego (i ekonomicznego), przedkładającego interes globalny nad narodowy, co uniemożliwia wciąż ciągnący się od dekad problem braku gotowości opinii międzynarodowej [Moschella 2012], powodujący słabość instytucjonalną organizacji międzynarodowych, takich jak MFW (problem niedoszacowania siły głosów państw rozwijających się), i prowadzący do fragmentyzacji światowego systemu bezpieczeństwa [Wajda 2016], a przez to jego nieskuteczności. 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 [Redo 2017c], oraz roli działań o charakterze prewencyjnym warunkujących tempo tego rozwoju i zdolność do wpływania na jego przebieg.

Dotychczasowe wykorzystanie instrumentu FCL

Elastyczna linia kredytowa (*Flexible Credit Line* – FCL) to jeden z instrumentów MFW wprowadzony w marcu 2009 r. w reakcji na kryzys z 2008 r. [IMF 2009a] i skierowany do państw z bardzo dobrymi fundamentami gospodarczymi i instytucjonalnymi, realizujących konsekwentną politykę gospodarczą i zobowiązujących się do jej kontynuowania. Nie jest to bowiem klasyczny kredyt, jak większość form wsparcia MFW, ale jedynie prawo do natychmiastowego, bezwarunkowego zadłużenia się państwa do wysokości przyznanego limitu wobec nagłej potrzeby. Narzędzie to ma więc charakter prewencyjny, wzmacniający zewnętrzną wypłacalność gospodarki, a przez to jej wiarygodność oraz stabilność, i dający w efekcie łatwiejszy oraz tańszy dostęp do kapitału w sytuacji podwyższonego ryzyka na światowych rynkach [IMF 2016a, Redo 2017c].

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 r. – i maj 2017 r. posiadają go nadal. Żadne z tych państw nie wykorzystało jak dotąd postawionych do ich dyspozycji środków w ramach linii, traktując ją jedynie jako ubezpieczenie przed zewnętrznymi zjawiskami kryzysowymi.

Meksyk jest posiadaczem linii o najwyższej dotąd wartości – zarówno nominalnie (62,4 mld SDR¹, czyli ok. 88 mld dol.), jak i w relacji do kwoty udziałowej w MFW (w poszczególnych latach wartość FCL wahała się między 700 a 1500%² kwoty udziałowej Meksyku w MFW). Kolumbia z kolei ma względnie najniższą z całej trójki wartość FCL (obecnie 8,2 mld SDR) – jej wysokość oscylowała dotąd w granicach 300–900% jej kwoty udziałowej w MFW [szerzej por. Redo 2017c].

Warto zauważyć, że obecne (obowiązujące od połowy 2016 r.) dwuletnie linie dla Meksyku i Kolumbii opiewają na większe kwoty niż poprzednio, co – jak wskazują oba państwa – w sytuacji globalnej i regionalnej niepewności oraz wzrostu prawdopodobieństwa powtórzenia się epizodów wysokiej zmienności cen aktywów i obniżonej

1 SDR to międzynarodowa jednostka rozrachunkowa MFW przydzielana państwom członkowskim w zależności od wysokości wpłacanych składek członkowskich i będąca wymierną korzyścią z członkostwa w MFW [szerzej por. Redo, Siemiątkowski 2017]. Kurs SDR kształtuje się od początku 2015 r. na poziomie ok. 1,4 dol. (5–5,5 zł; wcześniej przez mniej więcej dekadę oscylował na poziomie 1,5–1,6 dol.; IMF 2017a).

2 Należy podkreślić, że w styczniu 2016 r. weszła w życie reforma kwot udziałowych w MFW [IMF 2010a], 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 10 największych udziałowców MFW, na których przypada 55,4% kwot udziałowych i 52,7% głosów [szerzej por. Redo, Siemiątkowski 2017].

płynności ma im pomóc w utrzymaniu zaufania inwestorów [IMF 2016c, IMF 2016b]. W przeciwieństwie do tych państw Polska od 2015 r. zmniejsza rokrocznie zabezpieczenie w postaci FCL, 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 stóp procentowych w USA, negocjacjami w sprawie brexitu czy napiętym kalendarzem wyborczym w Europie w 2017 r. [IMF 2017b, Redo 2017b].

Elastyczna linia kredytowa MFW dla Polski

Pierwsza roczna elastyczna linia kredytowa dla Polski uzyskana w maju 2009 r. opiewała na kwotę 13,69 mld SDR (ok. 20,58 mld dol.), czyli dziesięciokrotność ówczesnej kwoty udziałowej Polski w MFW. W 2011 r. na wniosek Polski limit został podwyższony do ponad 19 mld SDR (ok. 30 mld dol., co stanowiło czternastokrotność kwoty udziałowej), a w 2013 r. do 22 mld SDR (ok. 34 mld dol.). Polska dopiero w 2015 r. (czyli po 6,5 roku posiadania) zaczęła ograniczać zabezpieczenie w postaci FCL, redukując limit do 15,5 mld SDR, w 2016 r. – do 13 mld SDR, a od 2017 r. do 6,5 mld SDR (ok. 8,8 mld dol., czyli 158,7% obecnej kwoty udziałowej). Aktualna wartość linii kredytowej w MFW stanowi 158,7% kwoty udziałowej Polski w MFW (wskutek okresowych korekt kwota udziałowa Polski w MFW wzrosła³ z końcem stycznia 2016 r. do prawie 4,1 mld SDR – por. tab. 1).

Polska, mimo że nie skorzystała dotąd z przyznanego kredytu w ramach FCL, musi uiszczać coroczną opłatę za potencjalną dostępność do postawionych do jej dyspozycji środków MFW. W związku z dużą zmiennością limitu jej wysokość wahała się w latach 2009–2016 od 20,56 mln SDR do 76,28 mln SDR rocznie, czyli w zakresie 100–360 mln zł, obciążając jej sfinansowaniem budżet państwa. Opłata za 2017 r. (po uwzględnieniu zwrotu opłaty za rozwiązanie poprzedniej linii jeden dzień przed terminem zapadalności) wyniosła 12,35 mln SDR (ok. 68 mln zł) i jest istotnie niższa niż we wcześniejszych latach z uwagi na znacznie zredukowaną na wniosek Polski wartość obecnej FCL. Łączne koszty związane z utrzymaniem elastycznej linii kredytowej MFW wyniosły jak dotąd (w latach 2009–2017) 414,47 mln SDR, czyli ok. 2 mld zł (por. tab. 1).

Tabela 1. Charakterystyka elastycznej linii kredytowej z MFW dla Polski w latach 2009–2017

lp.	data uruczo- mienia FCL	wartość FCL			okres trwania FCL	opłata roczna za gotowość ¹	kwota udziało- wa Polski w MFW
		mld SDR	mld dol. (ok.)	% kwoty udziało- wej		mld SDR	mld SDR
1.	6 V 2009	13,69	20,58	1000	1 rok	36,96	1,369
2.	2 VII 2010	13,69	20,43	1000	1 rok	20,56 ²	1,369
3.	21 I 2011	19,166	30	1400	2 lata	60,87	1,369
	20 I 2012					59,27	
4.	18 I 2013	22	33,8	1303	2 lata	75,79	1,688
	17 I 2014					76,28	
5.	14 I 2015	15,5	23	918	2 lata	40,56	1,688
	13 I 2016 ³	13	17,9	770		31,83	1,688
6.	13 I 2017	6,5	8,8	158,7	2 lata	12,35	4,095
						414,47	

1 opłata roczna pomniejszona o ewentualny zwrot nadpłaconej opłaty w związku z anulowaniem poprzedniej linii przed terminem zapadalności lub podwyższeniem udziałów członkowskich Polski w MFW

2 opłata za pół roku (od 2 lipca 2010 r. do 20 stycznia 2011 r.)

3 na wniosek Polski po pierwszym roku umowy wartość FCL została obniżona z 15,5 do 13 mld SDR

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MFW [IMF 2009b; IMF 2010b; IMF 2011c; IMF 2013; IMF 2015; IMF 2017b] oraz Ministerstwa Finansów.

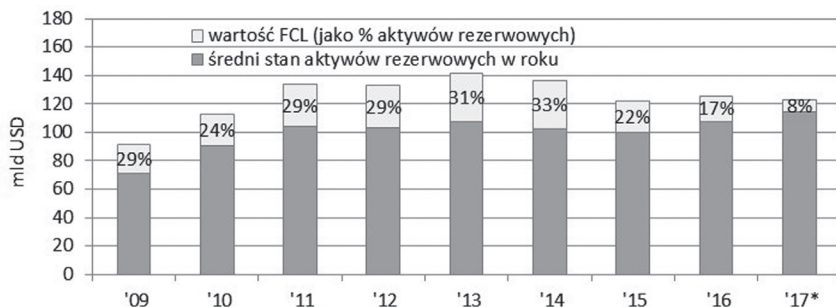
Ocena skuteczności działania FCL

Wnioski z analiz MFW i banków centralnych poszczególnych państw wskazują na szczególnie pozytywne działanie stabilizujące pierwszych porozumień w ramach FCL, zwłaszcza w Kolumbii [IMF 2014; BRC 2011; IMF 2011b]. W Meksyku efekt był bardziej krótkotrwały i słabszy. W wypadku Polski, zdaniem MFW i polskiego rządu, obserwowany w następnych okresach wzrost napływu kapitału, umocnienie złotego, wzrost popytu na obligacje skarbowe, obniżenie ich rentowności oraz spreadów CDS były po części efektem uzyskania przez Polskę dostępu do FCL w maju 2009 r. [IMF 2014]. Należy jednak podkreślić, że poprawa w tym obszarze nie odbiegała od

tej obserwowanej w sąsiednich rozwijających się gospodarkach, które nie korzystały z FCL (np. w Czechach i na Węgrzech – zob. analiza porównawcza dla Polski, Czech i Węgier w IMF 2014) i była obserwowana od przełomu lutego i marca 2009 r., a więc zanim jeszcze Polska rozpoczęła starania o uzyskanie FCL (utworzonej zresztą przez MFW dopiero pod koniec marca 2009 r.). Trudno więc ocenić faktyczny wpływ FCL w wypadku Polski – choć zapewne gdyby nie ona ryzyko inwestycyjne w Polsce rynek wyceniałby wyżej [Redo 2017c].

W Polsce opinie na temat bilansu korzyści i kosztów posiadania FCL są podzielone⁴. Wydaje się bowiem, że tuż po wybuchu kryzysu w sytuacji znacznego wzrostu awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych i silnego odpływu kapitału z rynków wschodzących (w tym i Polski), FCL wzmacniała zewnętrzną wypłacalność polskiej gospodarki, zwiększając poziom zabezpieczenia ze strony powiększanych jednocześnie przez NBP oficjalnych aktywów rezerwowych w latach 2009–2014 średnio o 24–33% (rys. 1) i obniżając poziom premii za ryzyko, a tym samym koszty obsługi zadłużenia, nie tylko zagranicznego, i ułatwiając dostęp do finansowania.

Rysunek 1. Wartość elastycznej linii kredytowej w stosunku do średniego w danym roku poziomu oficjalnych aktywów rezerwowych w Polsce w latach 2009–2017 (w mld dol. oraz jako odsetek oficjalnych aktywów rezerwowych)



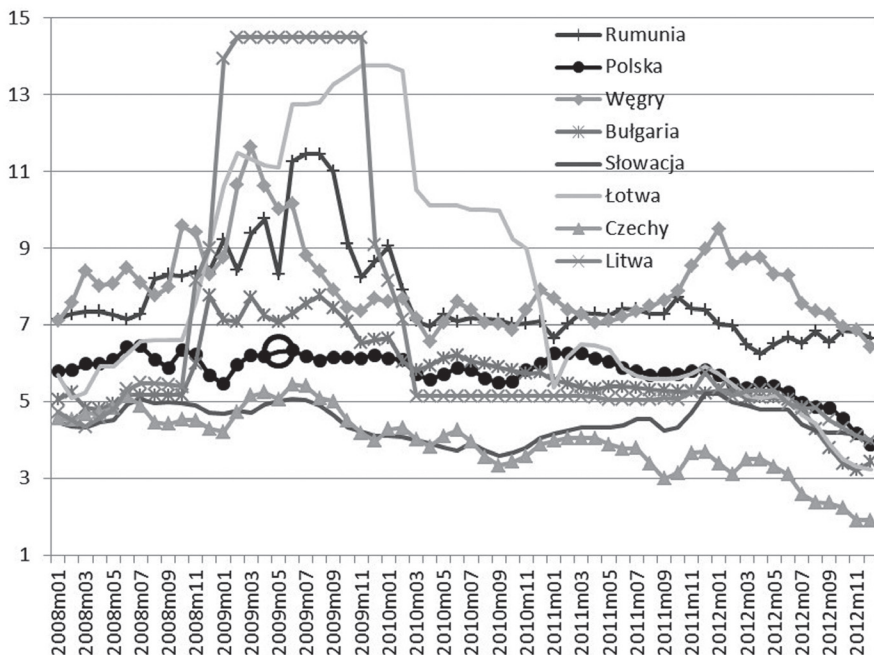
* W 2017 r. wartość FCL została odniesiona do stanu oficjalnych aktywów rezerwowych z grudnia 2016 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP 2017 oraz IMF 2017c.

⁴ Np. za przedłużeniem FCL w 2010 r. opowiadał się ówczesny premier Donald Tusk oraz były wiceminister finansów Stanisław Gomułka, a odmiennego zdania był ówczesny minister gospodarki Waldemar Pawlak oraz NBP (prezesem NBP był wtedy Sławomir Skrzypek; [wyborcza.pl 2010]), podczas gdy w 2013 r. ówczesny prezes NBP Marek Belka był nie tylko zwolennikiem samej FCL, ale i jej zwiększenia [biznes.onet.pl 2013].

FCL nie spowodowała wprowadzenia obniżenia kosztu rynkowego kapitału w Polsce, w tym rentowności skarbowych obligacji (rys. 2), na pewno jednak przyczyniła się ona do zahamowania jego wzrostu (kółkiem zaznaczono moment uzyskania linii przez Polskę: maj 2009 r.).

Rysunek 2. Rentowność dziesięcioletnich skarbowych obligacji w Polsce i wybranych państwach* Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2008–2012 (w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat 2017a.

Bardziej trwały spadek rentowności obligacji skarbowych (i rynkowego kosztu kapitału) zaobserwowano zarówno w Polsce, jak i w całym regionie Europy Środkowo-Wschodniej dopiero na przełomie lat 2011 i 2012. Należy podkreślić, że żadne z tych państw nie posiadało FCL (por. rys. 2).

Nic więc dziwnego, że w obliczu poprawy nastrojów inwestorów w sytuacji pewnego ustabilizowania się sytuacji w USA na międzynarodowych rynkach finansowych i w strefie euro pojawiły się wątpliwości co do zasadności ponoszenia corocznej nie-malej opłaty za gotowość w ramach FCL. Choć wydaje się ona niewysoka⁵ w porów-

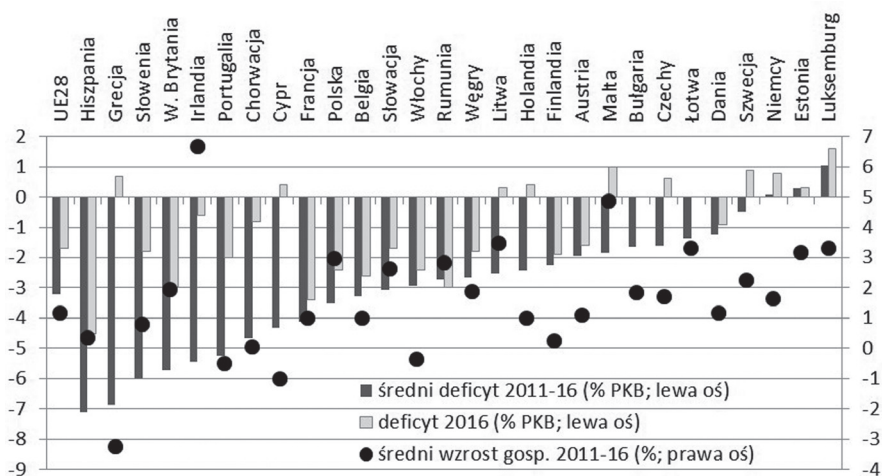
⁵ Marek Belka, uzasadniając w 2013 r. kolejne zwiększenie wartości FCL na lata 2013–2014, wskazywał, że koszty utrzymywania rezerw walutowych są trzykrotnie wyższe niż koszt posiadania FCL [biznes.onet.pl 2013].

naniu z kosztami sterylizacji⁶ w wypadku posiadania alternatywnego zabezpieczenia w postaci wyższego poziomu rezerw walutowych (o niskiej dochodowości w obliczu utrzymujących się od jesieni 2008 r. wyjątkowo niskich stóp procentowych na świecie), zgodzić się należy z opinią MFW, że przedłużający się dostęp do FCL rodzi ryzyko wystąpienia zjawiska pokusy nadużycia (*moral hazard*), rozluźniającego dyscyplinę i osłabiającego wysiłki danego państwa na rzecz trwałego wzmacniania stabilności i wiarygodności gospodarczej, i może zachęcać inwestorów do podejmowania dodatkowych ryzyk [IMF 2014]. Do tej sytuacji – jak się wydaje – doszło niestety w Polsce, która na tle państw UE względnie łagodnie odczuła skutki kryzysu z 2008 r.: od 2010 r. miała średnio jeden z najwyższych wzrostów gospodarczych w Unii Europejskiej, a w 2009 r. jako jedyna nie odnotowała spadku PKB [Eurostat 2017c], a mimo to zamyka swe finanse jednymi z najwyższych deficytów (w latach 2011–2016 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 (por. rys. 3). Ponadto należy podkreślić, że w 2016 r. aż 10 państw UE wypracowało nadwyżkę budżetową, a dwa kolejne zrównoważyły budżet – wśród nich są Czechy, Estonia, Litwa, Łotwa i Bułgaria.

Dlatego wraz ze wzrostem wydatków publicznych w Polsce od jesieni 2015 r. znaczenie FCL znowu się zwiększa. Pomimo posiadania FCL i niemałych rezerw walutowych rynkowy koszt kapitału w Polsce z miesiąca na miesiąc wzrasta i należy do najwyższych w regionie państw Europy Środkowo-Wschodniej [szerzej por. Redo 2017a]. Mimo tych zabezpieczeń polska gospodarka ponosi względnie wysokie koszty finansowania swego zadłużenia i rozwoju, co potwierdza m.in. wysoka i rosnąca (od wiosny 2015 r.) rentowność polskich obligacji skarbowych (rys. 4), będąca silną determinantą rynkowego kosztu kapitału w Polsce z uwagi na wielomiliardowe roczne emisje skarbowych obligacji – od lat o rocznej wartości nawet 180 mld zł [Redo 2017b].

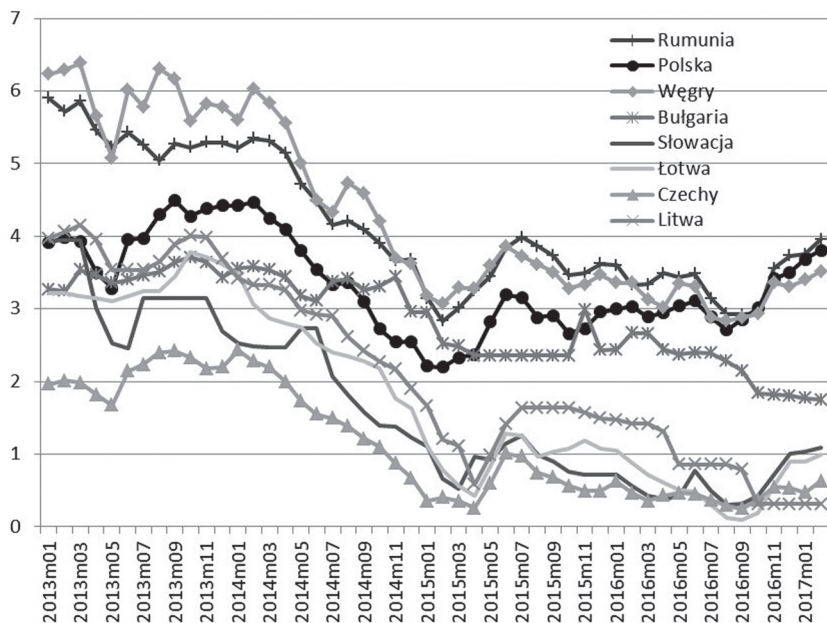
6 Koszty absorpcji płynności (koszty dyskonta i odsetek od emitowanych bonów pieniężnych oraz obligacji NBP) w związku z kilkukrotnym (5–7-krotnym) wzrostem od 2009 r. nadpłynności sektora bankowego w Polsce zwiększyły się nawet czterokrotnie względem wcześniejszych lat i kształtowały w okresie 2010–2014 na poziomie 2,6–4,5 mld zł rocznie [NBP 2007–2015]. Ich spadek w latach 2014–2015 jest w głównej mierze skutkiem obniżenia stopy referencyjnej – emisja bonów pieniężnych nie zmniejszyła się znacząco i utrzymuje na poziomie z lat 2010–2012 [szerzej por. Redo, Siemiątkowski 2017]. Głównym źródłem przyrostu rezerw walutowych w Polsce i tym samym kosztów sterylizacji był w ostatnich latach silny napływ funduszy unijnych, które Ministerstwo Finansów wymienia na złote w NBP [Redo 2013b].

Rysunek 3. Średnie saldo budżetowe (deficyt/nadwyżka general government; % PKB) a średni wzrost gospodarczy (%) w latach 2011–2016 w państwach UE w 2016 r.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat 2017b i Eurostat 2017c.

Rysunek 4. Rentowność dziesięcioletnich obligacji skarbowych 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 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat 2017a.

Rentowność dziesięcioletnich polskich obligacji skarbowych należała w lutym 2017 r. do najwyższych wśród państw Europy Środkowo-Wschodniej (obok rumuńskich i węgierskich) i jest ponad dwukrotnie wyższa niż bułgarskich, prawie czterokrotnie wyższa niż słowackich, słoweńskich i łotewskich, sześciokrotnie wyższa od czeskich i ponad dwunastokrotnie wyższa od litewskich (rys. 4), co oznacza, że koszty obsługi długu publicznego w Polsce są proporcjonalnie wielokrotnie wyższe niż w tych państwach. A dodatkowo powiększa je koszt posiadania elastycznej linii kredytowej MFW. Oczywiście – gdyby nie ona, rynkowy koszt kapitału w Polsce byłby zapewne jeszcze wyższy.

Podsumowanie

Zarówno FCL, jak i podobne narzędzie, jakim jest PLL⁷, wydają się dobrym rozwiązaniem w sytuacji licznych i silnych powiązań międzynarodowych liczonych już nie tylko w setkach miliardów, lecz także bilionach dol. Ich stopień skomplikowania oraz wartość wciąż rosną i nawet dokapitalizowany ostatnio MFW nie będzie w stanie zaspokoić potrzeb finansowych wszystkich potrzebujących gospodarek przy następnym globalnym kryzysie finansowym. Dlatego więcej działań i środków finansowych powinno się skierować na wzmacnianie globalnej stabilności, zmniejszanie globalnych nierównowag i redukcję dysproporcji w poziomie ryzyka inwestycyjnego w poszczególnych gospodarkach. Nie od dziś wiadomo przecież, że taniej jest zapobiegać. Do tego potrzebna jest jednak większa solidarność międzynarodowa, przełamanie dotychczasowych międzynarodowych schematów decyzyjnych i podjęcie bardziej radykalnych działań na rzecz wzmocnienia bezpieczeństwa ekonomicznego na świecie, przedkładających interes globalny nad narodowe.

Zaletą FCL jest to, że po pierwsze, działa na rzecz wzmocnienia stabilności gospodarek rozwijających się, a więc i globalnego systemu, a po drugie, nie uszczupla zasobów MFW (przynajmniej jak dotąd). Oczywiście żadne rozwiązanie nie jest doskonałe. Od samego momentu wprowadzenia FCL pojawiały się głosy krytyki i konstruktywne sugestie, które mogłyby faktycznie wzmocnić jej stabilizujący efekt [Birdsall i in.

7 Ostrożnościowa Linia Płynnościowa (*Precautionary and Liquidity Line* – PLL) to instrument zbliżony do FCL, z tym że przeznaczony dla państw, które nie są w stanie wypełnić rygorystycznych kryteriów FCL [IMF 2011a, Gąsiorowski i in. 2012]. Obecnie PLL posiada jedynie Maroko [od sierpnia 2012 r.; IMF 2016d], a w okresie od stycznia 2011 r. do stycznia 2013 r. PLL miała również Macedonia [IMF 2016e].

2017]. Należy tu wskazać m.in. konieczność poprawy przejrzystości zasad kwalifikowalności do FCL i przewidywalności jej wyników, publikowania okresowo aktualizowanej listy państw kwalifikujących się do FCL, wzmacniania 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 czy konieczność wprowadzenia czasowego ograniczenia dostępności do FCL, by zapobiec obserwowanemu w Polsce zjawisku pokusy nadużycia [Redo 2017c].

Bez wątpienia FCL przyczyniła się do wzmocnienia wiarygodności polskiej gospodarki w najtrudniejszych latach kryzysu, a dzięki temu ustabilizowania się międzynarodowych przepływów kapitału (sytuacji na rachunku finansowym w bilansie płatniczym) i w konsekwencji kursu złotego. Pozwoliło to na względnie swobodne rolowanie niemałego zadłużenia polskich podmiotów gospodarczych bez obserwowanego w niektórych państwach znaczącego wzrostu kosztu kapitału. Faktycznie koszt ubezpieczenia w MFW wydaje się niewysoki w porównaniu z kosztem utrzymania wyższego poziomu rezerw walutowych (zwłaszcza gdy uwzględni się również ich koszt alternatywny). Jednak polska gospodarka ponosi od 9 już lat ciężar finansowania obu tych zabezpieczeń, a mimo to koszt kapitału w Polsce należy do najwyższych wśród państw Europy Środkowo-Wschodniej i w porównaniu z częścią z nich różnica jest znacząca (kilkukrotna). Co więcej, przedłużający się parasol ochronny MFW demotywuje rządy w Polsce do podjęcia działań na rzecz trwałego wzmacniania stabilności i wiarygodności polskiej gospodarki, usypia ich czujność (a także czujność 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* (naglego wyhamowania napływu kapitału zagranicznego), wzmagając ryzyko inwestycyjne w Polsce i zawyżając rynkowy koszt kapitału.

Bibliografia

BRC (2011), *Banco de la República Colombia*, Impacto Macroeconómico de la Línea de Crédito Flexible con el Fondo Monetario Internacional, March 11.

Birdsall N., Rojas-Suarez L., Diofasi A. (2017), *Expanding Global Liquidity Insurance: Myths and Realities of the IMF's Precautionary Credit Lines*, „Center for Global Development Working Paper”, No. 449, February.

Chojna-Duch E. (2012), *Challenges for the IMF during the financial crisis 2008–2012*, March, http://economics.soc.uoc.gr/macro/docs/Year/2012/papers/paper_1_137.pdf, [16.04.2017].

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

IMF (2009a), *IMF Overhauls Lending Framework*, Press Release No. 09/85, March 24.

IMF (2009b), *IMF Executive Board Approves US\$20.58 Billion Arrangement for Poland Under the Flexible Credit Line*, Press Release No. 09/153, May 6, 2009.

IMF (2010a), *Fourteenth General Review of Quotas and Reform of the Executive Board*.

IMF (2010b), *IMF Executive Board Approves US\$20.43 Billion Arrangement for Poland Under the Flexible Credit Line*, Press Release No. 10/276, July 2, 2010.

IMF (2011a), *Precautionary and Liquidity Line*. Decision No. 15019-(11/112), adopted November 21, 2011.

IMF (2011b), *Review of Flexible Credit Line and Precautionary Credit Line*.

IMF (2011c), *IMF Executive Board Approves New Two-Year US\$30 Billion Flexible Credit Line Arrangement for Poland*, Press Release No. 11/15, January 21, 2011.

IMF (2013), *IMF Executive Board Approves New Two-Year US\$33.8 Billion Flexible Credit Line Arrangement for Poland*, Press Release No. 13/17, January 18, 2013.

IMF (2014), *The review of the Flexible Credit Line, the Precautionary and Liquidity Line, and the Rapid Financing Instrument — supplementary information*, January 27.

IMF (2015), *IMF Executive Board Approves New Two-Year US\$23 Billion Flexible Credit Line Arrangement for the Republic of Poland*, No. 15/05 January 14, 2015.

IMF (2016a), *The IMF's Flexible Credit Line (FCL)*, September 30.

IMF (2016b), *IMF Country Report No. 16/137, Mexico. Arrangement under the flexible credit line and cancellation of current arrangement*, May 2016.

IMF (2016c), *IMF Country Report No. 16/154, Colombia. Arrangement under the flexible credit line and cancellation of current arrangement*, June 2016.

IMF (2016d), *IMF Executive Board Approves US\$3.47 billion for Morocco Under the Pre-cautionary and Liquidity Line*, Press Release No. 16/355, July 22.

IMF (2016e), *Former Yugoslav Republic of Macedonia*. IMF Country Report No. 16/356, November 2016.

IMF (2017b), *IMF Executive Board Approves New Two-Year €8.24 Billion Flexible Credit Line Arrangement for Poland*, Press Release No. 17/11, January 13.

Moschella M. (2012), *Governing risk. The IMF and global financial crises*, Palgrave Macmillan, London.

NBP (2007-2015), *Sprawozdania z działalności NBP za lata 2007–2015*.

Redo M. (2013b), *Źródła pochodzenia rezerw walutowych – analiza przepływów międzynarodowych w Polsce pod kątem akumulacji aktywów rezerwowych*, „Zeszyty Naukowe WSB we Wrocławiu”, Nr 38.

Redo M. (2017a), *Bezpieczeństwo finansów publicznych – wpływ ekspansji fiskalnej na poziom kosztu kapitału w Polsce na tle państw Europy Środkowo-Wschodniej*, [w:] A. Jackiewicz, A. Trzaskowska-Dmoch (red.), *Bezpieczeństwo ekonomiczne państwa. Uwarunkowania, procesy, skutki*, CeDeWu, Warszawa.

Redo M. (2017b), *Analiza wrażliwości zapotrzebowania na aktywa rezerwowe w Polsce w latach 2004–2015 (w procesie recenzowania)*

Redo M. (2017c), *Analiza przyczyn niskiego wykorzystania ubezpieczającej elastycznej linii kredytowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego (w procesie recenzowania)*.

Redo M., Siemiątkowski P. (2017), *Zewnętrzne bezpieczeństwo finansowe państwa*, Uniwersytet Mikołaja Kopernika, Toruń.

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

Źródła elektroniczne

biznes.onet.pl (2013), *Belka: elastyczna linia kredytowa z MFW tańsza niż utrzymywanie rezerw*, 24.07.2013, <http://biznes.onet.pl/waluty/wiadomosci/belka-elastyczna-linia-kredytowa-z-mfw-tansza-niz-utrzymywanie-rezerw/l3jcn>, [10.05. 2017].

Eurostat (2017a), *Long term government bond yields*, [online], <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, [12.04.2017].

Eurostat (2017b), *General government deficit/surplus*, <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, [16.05.2017].

Eurostat (2017c), *Real GDP growth rate*, <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, [16.05.2017].

IMF (2017a), *SDR Interest Rate Calculation*, http://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr_ir.aspx, [18.05.2017].

IMF (2017c), *IMF Financial Data Query Tool*, <https://www.imf.org/external/np/fin/tad/query.aspx>, [12.03.2017].

Ministerstwo Finansów, <http://www.finance.mf.gov.pl>, [03–04.2017].

NBP (2017), *Stan oficjalnych aktywów rezerwowych w latach 1993-2016*, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/aktywa_rezerwowe.html, [17.02.2017].

wyborcza.pl (2010), *Spór o kredyt z MFW: premier za przedłużeniem, minister gospodarki przeciw*, http://wyborcza.pl/1,155287,7746535,Spor_o_kredyt_z_MFW__premier_zo_przedluzeniem__minister.html, [10.05.2017].