



PRZEDSIĘBIORCZOŚĆ
I ZARZĄDZANIE

ŁÓDŹ - WARSZAWA 2017 | ISSN 2543-8190

XVIII

TOM

11

ZESZYT

III

CZĘŚĆ

Redakcja naukowa:

Łukasz Pysiński

Wybrane problemy zarządzania i finansów w sektorze publicznym i prywatnym

WYDAWNICTWO
SPOŁECZNEJ AKADEMII NAUK



PRZEDSIĘBIORCZOŚĆ
I ZARZĄDZANIE

ŁÓDŹ - WARSZAWA 2017 | ISSN 2543-8190

XVIII

TOM

11

ZESZYT

III

CZĘŚĆ

Redakcja naukowa:

Łukasz Pysiński

Wybrane problemy zarządzania i finansów w sektorze publicznym i prywatnym



WYDAWNICTWO
SPOŁECZNEJ AKADEMII NAUK

Zeszyt recenzowany

Redakcja naukowa: Łukasz Pysiński

Korekta językowa: Karolina Martin

Skład i łamanie: Karolina Martin, Lidia Pernak

Projekt okładki: Marcin Szadkowski

©Copyright: Społeczna Akademia Nauk

ISSN 2543–8190



Wersja elektroniczna publikacji jest wersją podstawową, dostępną na stronie:
piz.san.edu.pl.

Spis treści

- 5 **Wstęp**
- 11 **Rozdział I**
Zarządzanie finansami
- 13 **Agnieszka Czajkowska** | *Crowdfunding jako instrument finansowania przedsiębiorstw*
- 25 **Joanna Kadłubska** | *Zarządzanie kosztami w małym przedsiębiorstwie*
- 37 **Jarosław Klepacki** | *Opcje barierowe jako instrument ograniczenia ryzyka kursu walutowego*
- 51 **Artur Kuchciński** | *Uwarunkowania rozwoju usług forfaitingowych (na przykładzie województwa świętokrzyskiego i podkarpackiego)*
- 65 **Magdalena Lesiak, Artur Sajnog** | *Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto a rentowność polskich spółek giełdowych*
- 79 **Magdalena Redo** | *Zmiany w rentowności skarbowych obligacji argumentem za zwiększeniem wartości elastycznej linii kredytowej dla Polski w MFW*
- 95 **Artur Sajnog** | *Różnorodność miar efektywności przedsiębiorstwa w kontekście oceny pracy menedżera*
- 109 **Dariusz Siudak** | *Wpływ centralnej pozycji przedsiębiorstwa na poziom luki strukturalnej w sieci powiązań rad dyrektorów na polskim rynku kapitałowym*
- 125 **Nina Sępnicka** | *Waluty alternatywne jako środki wymiany międzynarodowej oraz narzędzie ekonomii społecznej*
- 139 **Rozdział II**
Zarządzanie w przedsiębiorstwie
- 141 **Łukasz Bielecki** | *Niepokojący kierunek zmian legislacyjnych w zakresie rachunkowości, sprawozdawczości i rewizji finansowej w Polsce*
- 153 **Anna Brzozowska, Marta Słarostka-Patyk, Katarzyna Szymczyk** | *Zarządzanie produktami niepełnowartościowymi w procesie internacjonalizacji przedsiębiorstw produkcyjnych*
- 169 **Anatol Kałasznikow** | *System wspomagania decyzji doboru parametrów cięcia plazmowego dla potrzeb redukcji kosztów wytwarzania*
- 187 **Jacek Lewkowicz** | *Znaczenie audytu personalnego dla funkcjonowania instytucji w kontekście teorii agencji*
- 197 **Tomasz Trojanowski** | *Sustainable Product Prices*

Magdalena Redo | dynus@umk.pl

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

Zmiany w rentowności skarbowych obligacji argumentem za zwiększeniem wartości elastycznej linii kredytowej dla Polski w MFW

The Changes of the Government Bonds' Yield as an Argument Supporting the Increase of Value of the IMF's Flexible Credit Line for Poland

Abstract: The Flexible Credit Line (FCL) of the International Monetary Fund seems to fulfill its role as a crisis-prevention tool to stabilize and strengthen the economic credibility of the countries. The analysis of the correlation between the government bonds' yield changes in Poland and other countries of Central and Eastern Europe in the years 2006-2017 presents a stabilizing effect of the first two FCL agreements (from May 2009 and January 2011), resulting in a smaller increase (or a stronger decrease) in the market cost of capital in Poland (i.e. in the decrease of the correlation's strength of changes in the level of profitability of government bonds' yields). The effectiveness of the FCL seems to be also confirmed by the increase in convergence of changes in the level of government bonds' yields in Poland and other countries of the CEE region observed after the first Polish proposal on the reduction of the value of the FCL (in January 2015), signaling the beginning of Poland's withdrawal process from the insurance in the IMF. The above results are an argument for using the FCL with higher value than before and at the same time more active investing some parts of the foreign exchange reserves in order to gain higher profitability.

Key words: flexible credit line, foreign exchange reserves, economic credibility, cost of capital, government bond yield

Wprowadzenie

Niniejsze opracowanie jest pogłębieniem analizy skuteczności (przeprowadzonej przez Redo 2017a) elastycznej linii kredytowej MFW we wzmacnianiu bezpieczeństwa finansowego polskiej gospodarki. Jego celem jest weryfikacja hipotezy o stabilizujących efektach elastycznej linii kredytowej w MFW dla rynkowego kosztu kapitału w Polsce. W tym celu dokonano analizy korelacji pomiędzy zmianą rentowności polskich 10-letnich skarbowych obligacji a obligacji innych państw Europy Środkowo-Wschodniej, należących do Unii Europejskiej w latach 2006–2017 na bazie indeksów łańcuchowych dla danych miesięcznych pozyskanych z bazy Eurostatu. Na podstawie przeprowadzonych porównań międzynarodowych i przy wykorzystaniu metody wnioskowania indukcyjnego dokonano próby oceny skuteczności i efektywności posiadanej przez Polskę od maja 2009 r. elastycznej linii kredytowej w MFW.

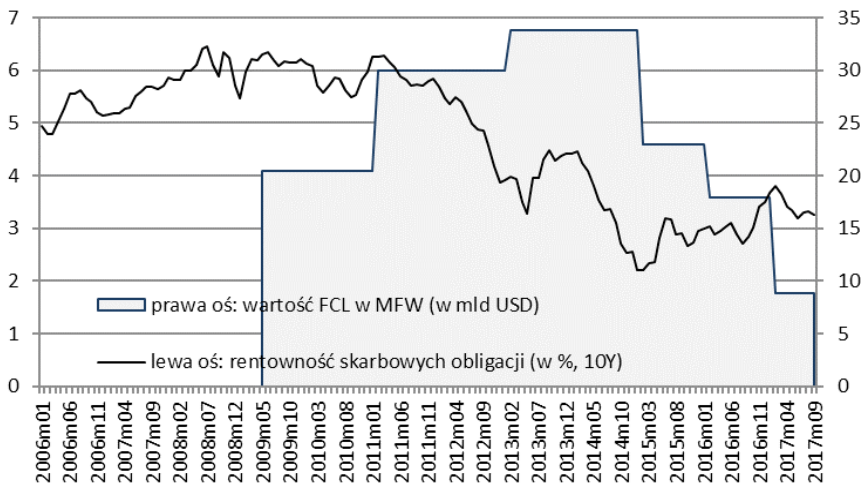
Analizy MFW i banków centralnych państw posiadających elastyczną linię kredytową¹ MFW wydają się potwierdzać jej skuteczność we wzmacnianiu zewnętrznej wypłacalności gospodarek. FCL, poprawiając wiarygodność gospodarki państwa, ułatwia dostęp do zewnętrznego finansowania i obniża jego koszt. Działa więc stabilizująco [IMF 2016]. We wszystkich trzech państwach (Kolumbii, Meksyku i Polsce), które jako jedyne skorzystały dotąd z FCL, zaobserwowano, zwłaszcza w początkowym okresie po uzyskaniu dostępu do linii, redukcję spreadów kredytowych oraz zmniejszenie zmienności kursu walutowego [IMF 2011a, IMF 2014]. Było to szczególnie widoczne w przypadku Kolumbii, gdzie zwłaszcza pierwsza FCL przyczyniła się do redukcji premii za ryzyko inwestycyjne i zmniejszenia spreadów obligacji w porównaniu z państwami regionu [IMF 2014, BRC 2011]. W Meksyku pozytywne skutki przyznania FCL były bardziej krótkotrwałe i w dłuższym horyzoncie zaobserwowano mniejszy spadek spreadów instrumentów dłużnych. W przypadku Polski, zdaniem MFW i polskiego rządu [IMF 2014], 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 r. [Redo 2017a].

Powyższe wnioski potwierdza wyhamowanie tempa wzrostu rynkowego kosztu kapitału w Polsce, obserwowane od wiosny 2009 r., czyli po wejściu w życie pierwszego porozumienia w ramach FCL z MFW (6 maja 2009 r.); spadek rynkowego kosztu kapitału, obserwowany od początku 2011 r. po znaczącym zwiększeniu wartości FCL (z dniem 1

1 Elastyczna linia kredytowa to jeden z nowszych instrumentów MFW wprowadzony w marcu 2009 r. w reakcji na kryzys z 2008 r., skierowany do państw z bardzo dobrymi fundamentami gospodarczymi i instytucjonalnymi, realizujących konsekwentną politykę gospodarczą i zobowiązujących się do jej kontynuowania [IMF 2009; IMF 2010a].

stycznia 2011 r. w ramach trzeciego porozumienia z MFW), pomimo tego, że w 2011 r. NBP czterokrotnie podnosił stopę referencyjną (z 3,5% do 4,5%); a także wzrost rynkowego kosztu kapitału obserwowany od początku 2015 r., kiedy to Polska istotnie zredukowała wartość zabezpieczenia w postaci FCL, rozpoczynając proces wycofywania się z ubezpieczającej linii MFW – por. rys. 1. 2015 r. był trzecim rokiem z rzędu obniżania stóp procentowych przez NBP – od marca 2015 r. stopa referencyjna NBP wynosi 1,5%, czyli jest trzykrotnie niższa niż jeszcze w 2012 r.

Rysunek 1. Rentowność 10-letnich polskich skarbowych obligacji w latach 2006–2017 (w %, na lewej osi) oraz wartość FCL w MFW (w mld USD, na prawej osi)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu, MFW oraz Ministerstwa Finansów.

Analiza korelacji pomiędzy zmianami rentowności skarbowych obligacji w Polsce i pozostałych państwach Europy Środkowo-Wschodniej, należących do Unii Europejskiej w latach 2006–2017

Skuteczności działania FCL dowodzą wyniki przeprowadzonej analizy korelacji pomiędzy zmianą rentowności polskich 10-letnich skarbowych obligacji a zmianą rentowności 10-letnich skarbowych obligacji innych państw Europy Środkowo-Wschodniej, należących do Unii Europejskiej w latach 2006–2017 na bazie indeksów łańcuchowych dla danych miesięcznych pozyskanych z bazy Eurostatu (por. tab. 1 i 2).

Tabela 1. Współczynnik korelacji liniowej Pearsona dla zależności pomiędzy zmianą rentowności polskich 10-letnich skarbowych obligacji a zmianą rentowności 10-letnich skarbowych obligacji państw EŚW, należących do UE w latach 2006–2017 (na bazie indeksów łańcuchowych dla danych miesięcznych)

	w okresie styczeń 2006 – wrzesień 2017	w okresie styczeń 2006 – sierpień 2008	w okresie wrzesień 2008 – wrzesień 2017
	1	2	3
Węgry	0,72	0,48	0,74
Czechy	0,62	0,70	0,63
Słowenia	0,49	0,46	0,49
Łotwa	0,44	0,02	0,46
Słowacja	0,36	0,45	0,35
Rumunia	0,33	-0,39	0,37
Litwa	0,20	0,56	0,18
Chorwacja	0,12	0,54	0,08
Bułgaria	-0,03	0,27	-0,07

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu.

W całym analizowanym okresie styczeń 2006 r. – wrzesień 2017 r. zmienność polskich 10-letnich skarbowych obligacji była najsilniej skorelowana ze zmianami analogicznych obligacji Węgier, Czech i Słowenii oraz Słowacji – por. kolumna 1 w tab. 1. O ile jednak po wybuchu kryzysu jesienią 2008 r. zaobserwować można było wzrost zbieżności kształtowania się rentowności polskich skarbowych obligacji z węgierskimi (współczynnik korelacji liniowej Pearsona wzrósł z 0,48 w okresie styczeń 2006 r. – sierpień 2008 r. do 0,74 w okresie wrzesień 2008 r. – wrzesień 2017 r.), to w przypadku czeskich i słowackich obligacji nastąpił niewielki spadek tej zbieżności (współczynnik korelacji obniżył się z 0,70 do 0,63 w przypadku Czech oraz z 0,45 do 0,35 w przypadku Słowacji), natomiast w przypadku słoweńskich obligacji zbieżność zmian utrzymała się na zbliżonym poziomie (0,49 wobec wcześniejszego wyniku 0,46). W przypadku pozostałych państw korelacja zmian z rentownością polskich skarbowych obligacji była słabsza i albo praktycznie znikła od jesieni 2008 r. (Litwa, Chorwacja, Bułgaria), albo wcześniej nie występowała (Łotwa) lub zmieniła kierunek (Rumunia), co uniemożliwia wnioskowanie na ich podstawie w zakresie występowania zależności pomiędzy posiadaniem FCL a poziomem rynkowego kosztu kapitału.

Dlatego w dalszej części wnioskowania skupiono się na zależności pomiędzy zmianą rentowności polskich 10-letnich skarbowych obligacji a zmianą rentowności 10-letnich skarbowych obligacji Węgier, Czech, Słowacji oraz Słowenii – por. tab. 2.

Tabela 2. Współczynnik korelacji liniowej Pearsona dla zależności pomiędzy zmianą rentowności polskich 10-letnich skarbowych obligacji a zmianą rentowności 10-letnich skarbowych obligacji państw EŚW, należących do UE w poszczególnych latach analizowanego okresu 2006–2017 (na bazie indeksów łańcuchowych dla danych miesięcznych)

	2006	2007	2008 oraz I–IV 2009	V–XII 2009	2010	2011
	1	2	3	4	5	6
Węgry	0,44	0,56	0,79	0,52	0,88	0,01
Czechy	0,60	0,65	0,83	0,11	0,76	0,37
Słowenia	0,12	0,48	0,40	0,82	0,36	0,24
Łotwa	0,23	-0,34	-0,36	0,15	0,27	-0,44
Słowacja	0,41	0,50	0,43	0,13	0,50	0,24
Rumunia	0,23	-0,59	-0,48	-0,05	0,40	-0,49
Litwa	0,79	0,50	-0,29	-0,32	0,58	0,28
Chorwacja	0,77	0,50	0,16	-0,20	-0,31	0,22
Bułgaria	0,31	0,50	-0,34	-0,37	0,29	-0,65

	2012	2013	2014	2015	2016	I–IX 2017
	7	8	9	10	11	12
Węgry	0,36	0,94	0,74	0,93	0,81	0,76
Czechy	0,45	0,92	0,22	0,83	0,73	-0,08
Słowenia	0,14	0,27	-0,32	0,71	0,78	0,51
Łotwa	0,21	0,08	-0,05	0,73	0,82	0,46
Słowacja	0,26	0,31	-0,04	0,23	0,74	0,56
Rumunia	-0,22	0,45	0,75	0,78	0,81	0,78
Litwa	0,36	0,38	-0,24	0,59	-0,28	-
Chorwacja	-0,10	0,34	0,10	-0,01	-0,10	-0,43
Bułgaria	-0,07	0,16	-0,13	-0,06	-0,18	-0,26

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu.

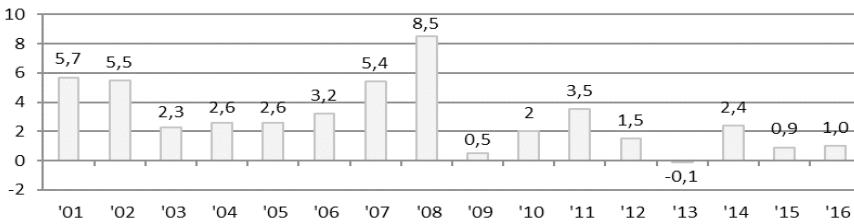
W przypadku 3 spośród tych 4 państw (Węgier, Czech i Słowacji) zauważyć można obniżenie zbieżności kształtowania się rentowności ich skarbowych obligacji z polskimi, jakie nastąpiło po wejściu w życie pierwszej FCL w maju 2009 r. Współczynnik korelacji liniowej Pearsona obniżył się w przypadku Węgier z 0,79 w okresie styczeń 2008 r. – kwiecień 2009 r. do poziomu 0,52 w okresie maj – grudzień 2009 r., w przypadku Czech

odpowiednio z 0,83 do 0,11, a w przypadku Słowacji z 0,43 do 0,13 – por. kolumny 3 i 4 w tab. 2. Podobnie spadek zbieżności zmienności rentowności ich skarbowych obligacji z polskimi odpowiednikami zaobserwować można w 2011 r., czyli po znaczącym – o 40% – zwiększeniu przez Polskę wartości zabezpieczenia w ramach FCL (z 13,69 mld SDR do 19,166 mld SDR z dniem 1 stycznia 2011 r.). Współczynnik korelacji liniowej Pearsona obniżył się w przypadku Węgier z 0,88 w 2010 r. do poziomu 0,01 w 2011 r., w przypadku Czech odpowiednio z 0,76 do 0,37, a w przypadku Słowacji z 0,50 do 0,24 – por. kolumny 5 i 6 w tab. 2. Wprawdzie w mniejszym stopniu, ale również dostrzec można osłabienie zależności ze zmiennością skarbowych papierów Słowenii (współczynnik korelacji Pearsona obniżył się odpowiednio z 0,36 do 0,24). Natomiast w 2015 r., po pierwszej decyzji o redukcji przez Polskę wartości FCL w MFW (o 30%, tj. z posiadanych w latach 2013–2014 22 mld SDR do 15,5 mld SDR w 2015 r.), zauważyć można wzrost zbieżności zmienności rentowności polskich skarbowych obligacji ze zmiennością rentowności papierów skarbowych Węgier (współczynnik korelacji liniowej Pearsona wzrósł z 0,74 w 2014 r. do 0,93 w 2015 r.), Czech (z odpowiednio 0,22 do 0,83), Słowenii (z –0,32 do 0,71) i Słowacji (z –0,04 do 0,23) – por. kolumny 9 i 10 w tab. 2. Powyższe wydaje się potwierdzać wzmacniające wiarygodność działanie prewencyjnego instrumentu MFW. Podpisaniu pierwszego porozumienia z MFW w ramach FCL (w maju 2009 r.) oraz znaczącemu zwiększeniu jej wartości (od stycznia 2011 r.) towarzyszył w następnych miesiącach mniejszy wzrost rynkowego kosztu kapitału w Polsce niż we wskazanych państwach EŚW albo mocniejszy jego spadek. Natomiast decyzji o istotnej redukcji wartości FCL (ze stycznia 2015 r.) towarzyszył w następnych miesiącach wzrost zbieżności zmienności polskich 10-letnich skarbowych obligacji z czeskimi, węgierskimi, słoweńskimi czy słowackimi.

Wysokie koszty sterylizacji vs niska dochodowość rezerw walutowych

Wyniki powyższej analizy wydają się potwierdzać skuteczność działania FCL we wzmacnianiu wiarygodności gospodarczej i stanowią argument nie tylko za jej utrzymaniem, ale wręcz zwiększeniem wartości, zwłaszcza gdy porówna się koszty posiadania FCL z efektywnością alternatywnego zabezpieczenia w postaci utrzymywania względnie wysokiego poziomu rezerw walutowych w Polsce. W związku z radykalną redukcją stóp procentowych na świecie, w odpowiedzi na wybuch kryzysu finansowego z 2008 r., dochodowość rezerw walutowych utrzymywanych w głównych walutach międzynarodowych, w których stopy zostały obniżone w okolice zera, znacznie się obniżyła i wyniosła w Polsce w ciągu ostatnich 8 lat (2009–2016) średnio tylko 1,46% rocznie – por. rys. 2.

Rysunek 2. Stopa zwrotu z rezerw walutowych NBP (w %; bez uwzględniania wpływu zmian kursów walutowych)



Źródło: opracowanie własne na podstawie NBP 2001–2016.

Należy przy tym zauważyć, że również we wcześniejszych latach – w czasie obowiązywania wyższych stóp procentowych i uzyskiwanych znacznie wyższych stóp zwrotu na międzynarodowych rynkach finansowych – dochodowość ta bywała też niska: na poziomie 2–3% rocznie w latach 2003–2006. Zważywszy na fakt, że rezerwy walutowe w Polsce oscylują na poziomie ok. 100 mld USD od około 7 lat (tj. od 2011 r.; por. rys. 3), to każdy punkt procentowy dochodowości więcej oznacza o 1 miliard USD wyższą zyskowość NBP, a więc i wyższe wpływy do budżetu państwa².

Rysunek 3. Rezerwy walutowe NBP w latach 2001–2017 (w mld USD)

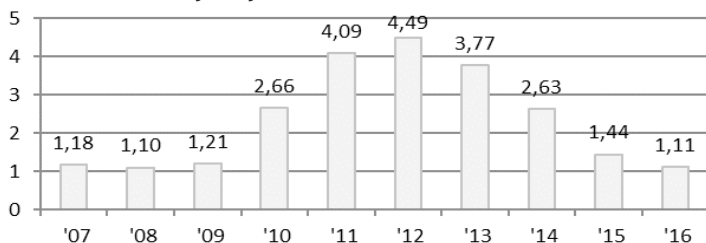


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Poza niską dochodowością sporych rezerw walutowych w Polsce (wynoszących 106 mld USD na koniec września 2017 r.) problemem są wysokie koszty sterylizacji. Koszty absorpcji znacznie zwiększonej nadpłynności sektora bankowego w Polsce od 2009 r., tj. odsetek i dyskonta od wyemitowanych dłużnych papierów wartościowych NBP w walucie krajowej, wzrosły nawet czterokrotnie w porównaniu z poprzednimi latami i oscylowały w latach 2010–2014 na poziomie 2,6–4,5 mld zł rocznie – por. rys. 4.

2 Zgodnie z ustawą o NBP 95% zysku NBP trafia do budżetu państwa [ustawa o NBP 1997].

Rysunek 4. Koszty odsetek i dyskonta od wyemitowanych dłużnych papierów wartościowych NBP w walucie krajowej (mld zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie NBP 2001–2016.

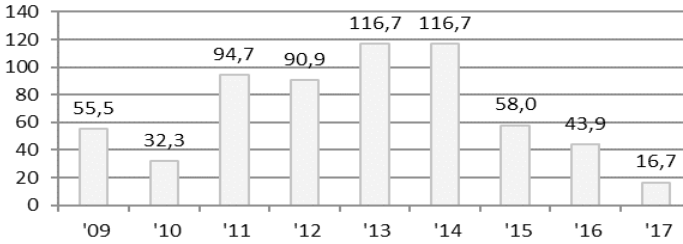
Podkreślić należy, że ich nominalny spadek w następnych latach był w zdecydowanym stopniu efektem obniżenia stopy referencyjnej NBP, a emisja bonów pieniężnych nie zmniejszyła się istotnie i utrzymywała na poziomie z lat 2010–2012. Oznacza to, że wraz ze wzrostem stóp procentowych, czego należy spodziewać się w nadchodzących miesiącach z uwagi na wzrost inflacji i względnie stabilne perspektywy wzrostu gospodarczego, istotnie wzrosną nominalne koszty sterylizacji gospodarki, obniżając znacząco zyskowność NBP w następnych latach, a tym samym pogarszając sytuację finansową budżetu państwa. Na problem wysokich kosztów utrzymywania rezerw walutowych w Polsce uwagę zwracał już w 2013 r. ówczesny prezes NBP Marek Belka, wskazując, że są one trzykrotnie wyższe niż koszt posiadania FCL [biznes.onet.pl 2013].

Koszt posiadania FCL w MFW

Wysokość opłat za gotowość (*commitment fee*) w związku z posiadaniem niewykorzystywanej przez Polskę elastycznej linii kredytowej wyniosła w sumie w latach 2009–2017 ok. 625 mln USD, czyli ok. 2 mld złotych. Poziom opłaty za dostęp do środków MFW w ramach FCL uzależniony jest od wartości linii oraz długości jej obowiązywania. Opłata wzrasta, gdy linia obowiązuje dłużej niż 12 miesięcy oraz gdy jej wysokość przewyższa 115% kwoty udziałowej państwa w MFW (wzrasta jeszcze bardziej powyżej poziomu 575% kwoty udziałowej)³. W związku z tym, że wartość FCL była jak dotąd na wniosek Polski dwukrotnie zwiększana, a potem trzykrotnie obniżana (rys. 1), wysokość opłaty za gotowość istotnie różniła się w poszczególnych latach – por. rys. 5.

³ 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 2016].

Rysunek 5. Roczna opłata za FCL (mln USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW oraz Ministerstwa Finansów.

Wartość polskiej FCL odpowiadała w latach 2009–2016 od 770% do 1 400% kwoty udziałowej Polski w MFW. Linia na 2017 r. stanowi 159% kwoty.

Powyższe pozwala stwierdzić, że byłoby efektywniej opłacać wyższą FCL w MFW, a część rezerw walutowych przekazać w zarządzanie zewnętrznej wyspecjalizowanej instytucji finansowej w celu generowania wyższej dochodowości i poprawy tym sytuacji w finansach państwa, przy dopuszczeniu bardziej ryzykownej niż dotychczasowa strategii inwestycyjnej, ale jednocześnie względnie bezpiecznej, bo wykorzystującej narzędzia inżynierii finansowej, dostępne na rozwiniętych rynkach finansowych. Rozwiązanie to byłoby więc alternatywą dla tworzonych głównie przez państwa naftowe oraz dynamicznie rozwijające się gospodarki Azji Południowo-Wschodniej państwowych funduszy majątkowych (*sovereign wealth fund* – SWF). Opłaty za zarządzanie zrekompensowałyby z nawiązką oszczędność kosztów administracyjnych związanych z utworzeniem i funkcjonowaniem własnego SWF, a przede wszystkim dostęp do nieporównywalnej wiedzy, doświadczenia czy klientów renomowanych instytucji finansowych, posiadających swobodny dostęp do szerokiej gamy instrumentów oferowanych na międzynarodowych rynkach finansowych. Dodać wreszcie należy, że zapobiegłoby to obserwowanemu w Polsce zjawisku pokusy nadużycia.

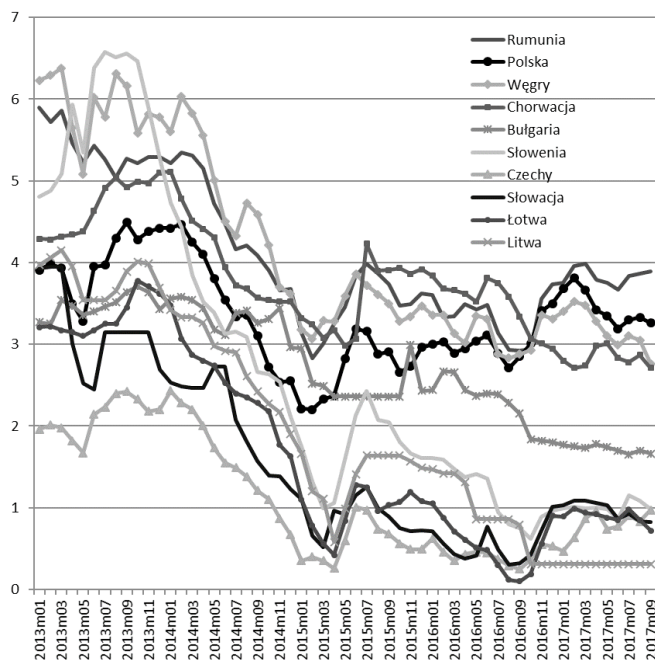
Zjawisko pokusy nadużycia

Poza wyższą efektywnością ważniejszym argumentem za powyższym rozwiązaniem, jak wskazane koszty utraconych korzyści, związane z niską dochodowością niemałych już od kilkunastu lat bezpiecznie inwestowanych rezerw walutowych w Polsce, jest obserwowane od czasu uzyskania dostępu do FCL zjawisko pokusy nadużycia (moral hazard). Zbyt długo posiadana przez polską gospodarkę FCL, przy sięgających ok. 100 mld USD rezerwach walutowych, doprowadziła do trwającego już kilka lat rozluźnienia dyscypliny

w finansach publicznych i zaniechania działań w ramach polityki gospodarczej, mających długookresowo przyczynić się do poprawy konkurencyjności i perspektyw rozwojowych polskiej gospodarki oraz, co szczególnie ważne w sytuacji utrzymującego się kryzysu fiskalnego wielu europejskich gospodarek, planowanego Brexitu czy znacznie większej dziś bańki na światowych rynkach akcji, do wzmocnienia jej odporności na zewnętrzne szoki.

Co więcej, szkoda że Polska nie wykorzystała okresu wzmocnionego zabezpieczenia elastyczną linią kredytową MFW (i zmarnowała podwójne jego koszty – koszty posiadania wysokich rezerw walutowych oraz dostępu do FCL) na trwałą poprawę wiarygodności gospodarczej, która zaowocowałaby silniejszym obniżeniem ryzyka inwestycyjnego w Polsce, a więc tym samym rynkowego kosztu kapitału i większą swobodą dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania rozwoju i rolowania zadłużenia. Podkreślić w tym miejscu należy, że mimo posiadania jednocześnie sporych rezerw walutowych i dodatkowego zabezpieczenia w postaci FCL w MFW, rynkowy koszt kapitału w Polsce należy od kilku lat do najwyższych wśród państw Europy Środkowo-Wschodniej – por. rys. 6.

Rysunek 6. Rentowność 10-letnich skarbowych obligacji państw EŚW należących do UE w okresie styczeń 2013 – wrzesień 2017 (w %)



* kolejność państw odpowiada rankingowi od najwyższego poziomu rentowności we wrześniu 2017 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu.

Potwierdza to m.in. rentowność skarbowych długoterminowych obligacji, determinująca nie tylko Polsce w decydującym stopniu poziom rynkowego kosztu kapitału z uwagi na konieczność rolowania ponad bilionowego długu publicznego⁴. Zauważyć trzeba, że od początku 2015 r., czyli od prawie 3 lat, rentowność polskich 10-letnich skarbowych obligacji należy obok rumuńskich, węgierskich i chorwackich do najwyższych wśród państw EŚW i znacząco odbiega od rentowności skarbowych papierów Czech, Słowacji, Słowenii, Łotwy, Litwy, a od około roku także Bułgarii. Podkreślić przy tym należy, że prawie od roku wyższą rentownością od polskich 10-letnich skarbowych obligacji charakteryzują się tylko obligacje Rumunii – por. rys. 6. Co więcej, rentowność polskich skarbowych obligacji jest ponad 3–4-krotna wyższa niż rentowność obligacji Czech, Słowenii, Słowacji i Łotwy oraz ponad 10-krotnie wyższa niż Litwy, co automatycznie przekłada się na proporcjonalnie kilkukrotnie wyższe koszty obsługi długu publicznego w Polsce w porównaniu z tymi państwami, a także na odpowiednio kilkukrotnie droższe odsetki od kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w Polsce, a więc utrudniony dostęp do kredytu czy niższą zdolność kredytową krajowych podmiotów gospodarczych, ograniczające możliwości konsumpcyjne i inwestycyjne polskiej gospodarki [szerzej por. Redo 2017c].

Powyższe prowadzi też do szybszego przyrastania długów w Polsce niż w sąsiednich państwach, obniżając w dłuższej perspektywie stabilność polskiej gospodarki i jej perspektywy rozwoju, wzmagając premię za ryzyko inwestycyjne także w przyszłości, a więc skazując podmioty gospodarcze w Polsce na droższy kapitał również w następnych okresach i powodując w przyszłości mniejsze zainteresowanie inwestorów. A pamiętać należy, że problem silnej dynamiki długów (prywatnych, publicznych czy zagranicznych) potęgują paradoksalnie wyjątkowo niskie jak na polskie warunki pokryzysowe stopy procentowe, których obsługa przy wyższym poziomie oprocentowania (gdy stopy procentowe zaczną wracać do przedkryzysowego poziomu) dodatkowo ograniczać będzie możliwości konsumpcyjne i inwestycyjne polskiej gospodarki, a sama wielkość zwiększonego zadłużenia obniżać odporność na szoki, czyli wzmagać ryzyko inwestycyjne i wrażliwość gospodarki. Dodać należy, że dynamicznie rosnące zadłużenie, potęgowane relatywnie drogim kapitałem w Polsce, powoduje coraz większe uzależnienie od zagranicznego finansowania. Zwiększa to wrażliwość polskiej gospodarki na całkowicie niezależne od niej zjawiska w gospodarce światowej, zawirowania na międzynarodowych rynkach finansowych, zmiany nastrojów inwestycyjnych, poziomu akceptacji ryzyka inwestorów, czy strategii inwestycyjnej, i wzmaga ryzyko silnego odpływu kapitału i/lub wyhamowania jego napływu (*sudden stop*), co uniemożliwiłoby normalne

4 Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniósł na koniec czerwca 2017 r. 1,02 bln zł [MF 2017].

funkcjonowanie polskiej gospodarki, silnie uzależnionej od zagranicznego finansowania rozwoju gospodarczego i rolowania zadłużenia.

Co więcej, prawie 9 lat utrzymywany parasol ochronny MFW, którego obowiązywanie zbiegło się z okresem wyjątkowo niskich stóp procentowych na świecie, a potem także i w Polsce, stworzył złudne wyobrażenie stabilności i odporności polskiej gospodarki oraz swobody dostępu do tanich źródeł finansowania, czego konsekwencją były i są decyzje gospodarcze, podejmowane w sztucznych i przejściowych realiach gospodarczych. Choć sytuacja w gospodarce światowej nigdy nie będzie już taka jak przed kryzysem z 2008 r., to wydaje się jednak, że stopy procentowe nie pozostaną na tak niskim poziomie w nieskończoność. Potwierdzeniem tego są już cztery podwyżki oprocentowania w USA w ciągu minionych dwóch lat: z 0,25% do 1,25% [FED wrzesień 2017], czy spodziewane podniesienie stóp procentowych w Polsce w 2018 r. Poza wyższymi stopami NBP i innych głównych banków centralnych na świecie, wzrost rynkowego kosztu kapitału w Polsce (i na rynkach międzynarodowych) potęgować będzie dodatkowo rezygnacja Polski z podnoszącej wiarygodność FCL. Jeśli więc najbliższe lata nie przyniosą ożywienia gospodarczego w Europie, niedoszacowane koszty związane z realizacją podjętych w tym okresie inwestycji ograniczać będą zyskowność przedsiębiorstw, ich możliwości rozwojowe, liczbę tworzonych miejsc pracy czy wielkość odprowadzanych podatków, dodatkowo ograniczając możliwości i perspektywy rozwojowe polskiej gospodarki.

Podsumowanie

Posiadana przez Polskę od ponad 8 lat elastyczna linia kredytowa w MFW wydaje się spełniać założoną rolę we wzmacnianiu stabilności i wiarygodności polskiej gospodarki. Przeprowadzona analiza korelacji potwierdza wnioski z badań MFW o szczególnie silnym oddziaływaniu zwłaszcza pierwszych porozumień w ramach FCL, tj. w sytuacji największej niepewności oraz przekształcania się kryzysu finansowego w gospodarczy i rozprzestrzeniania się go na inne państwa. Potwierdza to spadek korelacji zmian w poziomie rentowności polskich 10-letnich skarbowych obligacji ze zmianami rentowności analogicznych obligacji – w szczególności Węgier, Czech i Słowacji – po uzyskaniu przez Polskę pierwszej FCL w maju 2009 r. oraz po znaczącym zwiększeniu jej wartości w styczniu 2011 r., a także wzrost zbieżności zmienności ich rentowności od 2015 r., czyli po decyzji o znaczącej redukcji FCL.

O ile zgodzić się więc należy, że FCL dla Polski spełniła swoją funkcję w okresie ujawniania się kryzysu fiskalnego w Europie, to podkreślić należy że przedłużanie posiadania tego swoistego parasola ochronnego rodzi paradoksalnie nie tylko niepotrzebne koszty

finansowe w postaci corocznej opłaty za gotowość, ale co ważniejsze długookresowe zagrożenia dla funkcjonowania polskiej gospodarki, jej perspektyw rozwojowych i przyszłej stabilności, związane z obserwowanym w Polsce zjawiskiem pokusy nadużycia. Dodatkowo samoubezpieczenie demotywuje bowiem rządy w działaniach na rzecz trwałego wzmacniania stabilności i wiarygodności gospodarczej, usypia ich czujność (oraz innych podmiotów gospodarczych), rozluźnia dyscyplinę w finansach państwa, obniżając odporność polskiej gospodarki na szoki, ograniczając jej przyszłe możliwości rozwojowe, prowokując spekulantów i zwiększając ryzyko wystąpienia zjawiska *sudden stop*. Potwierdzeniem tego jest m.in. fakt, że Polska w latach 2011–2016, mimo że posiadała średnio jeden z najwyższych wzrostów gospodarczych wśród państw UE (średniorocznie na poziomie 3%), to zamykała swe budżety państwa (*general government*) jednymi z największych deficytów: średnio na poziomie 3,5% PKB.

Dodać wreszcie należy, że zbyt długo utrzymywana FCL kreuje złudne wyobrażenie o stabilności i wiarygodności gospodarki Polski i skutkuje piętrzeniem się kolejne lata z rządu decyzji ekonomicznych podejmowanych w przejściowych realiach gospodarczych, niedoszacowujących skali ich zmienności w nadchodzących okresach. Dostrzegają to oczywiście inwestorzy, wyceniając istotnie wyżej ryzyko inwestycyjne, w efekcie czego rynkowy koszt kapitału należy w Polsce do najwyższych nawet wśród państw Europy Środkowo-Wschodniej [szerzej por. Redo 2017c]. Dlatego zgodzić się należy, że MFW powinien wprowadzić czasowe ograniczenie korzystania z FCL, by zapobiec zjawisku pokusy nadużycia w mniej wiarygodnych, a przez to mniej odpornych gospodarkach rozwijających się [Redo 2017b]. A póki tego nie uczyni, można było wykorzystać względnie tanie ubezpieczenie w MFW – w większej wysokości niż wartość dotychczasowych FCL dla Polski – i jednocześnie próbować podnieść dochodowość niemałych rezerw walutowych w Polsce, pozwalając na bardziej aktywne inwestowanie ich części przez profesjonalistów na międzynarodowych rynkach finansowych. Zmniejszyłoby to coroczne potrzeby pożyczkowe Skarbu Państwu i spowolniło tempo dynamicznie przyrastającego długu publicznego w Polsce, a więc zmniejszyło zarówno dziś ponoszone koszty względnie wysoko wycenianego ryzyka inwestycyjnego w Polsce, jak również ewentualnego wzmacnia wiarygodności polskiej gospodarki w przyszłości.

Bibliografia

Belka: elastyczna linia kredytowa z MFW tańsza niż utrzymywanie rezerw (2013), [online] <http://biznes.onet.pl/waluty/wiadomosci/belka-elastyczna-linia-kredytowa-z-mfw-tansza-niz-utrzymywanie-rezerw/l3jcn>, dostęp: 10 maja 2013.

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

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

IMF (2010a), *IMF Enhances Crisis Prevention Toolkit*, "Press Release", No. 10/321, August 30.

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.

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

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

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.

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.

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

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

NBP (2001–2016), *Raport roczny, wydania za lata 2001–2016*, Warszawa.

NBP (2001–2016), *Sprawozdania z działalności NBP za lata 2001–2016*.

Redo M. (2017a), *Ocena skuteczności elastycznej linii kredytowej MFV we wzmacnianiu bezpieczeństwa finansowego polskiej gospodarki*, „Przedsiębiorczość i Zarządzanie”, t. XVIII, z. 9, cz. I.

Redo M. (2017b), *Analiza przyczyn niskiego wykorzystania ubezpieczającej elastycznej linii kredytowej (FCL) Międzynarodowego Funduszu Walutowego*, (w druku).

Redo M. (2017c), *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.

Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz.U. z 2017 r. poz. 1373).

Źródła danych statystycznych

Ministerstwo Finansów, [online] <http://www.finanse.mf.gov.pl>, dostęp: wrzesień–listopad 2017.

NBP, *Stan oficjalnych aktywów rezerwowych w latach 1993–2016*, [online] http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/aktywa_rezerwowe.html, dostęp: 10 października 2017.

Eurostat, *Long Term Government Bond Yields*, [online] <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, dostęp: 10 października 2017.

FED, [online] <https://www.federalreserve.gov/>, dostęp: 10 października 2017.