

# MATERIAŁY I STUDIA

Zeszyt nr 285

---

Dostosowania instrumentarium, zasad działania  
i zasobów Międzynarodowego Funduszu  
Walutowego w reakcji na światowy kryzys  
finansowy i gospodarczy

---

Paweł Gąsiorowski, Małgorzata Grotte, Damian Frankiewicz,  
Agata Życieńska, Agata Walasik

Niniejszy artykuł przedstawia osobiste poglądy Autorów, nie stanowi oficjalnego stanowiska NBP.

Paweł Gąsiorowski (Gabinet Prezesa NBP), Małgorzata Grotte, Damian Frankiewicz, Agata Życieńska, Agata Walasik (Departament Zagraniczny NBP).

Projekt graficzny:  
Oliwka s.c.

Skład i druk:  
Drukarnia NBP

Wydał:  
Narodowy Bank Polski  
Departament Edukacji i Wydawnictw  
00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21  
tel. 22 653 23 35, fax 22 653 13 21

© Copyright Narodowy Bank Polski, 2013

ISSN 2084-6258

Materiały i Studia są rozprowadzane bezpłatnie

Dostępne są również na stronie internetowej NBP: <http://www.nbp.pl>

**Spis treści**

Spis treści .....	1
Streszczenie .....	2
I. Wprowadzenie .....	3
II. Rola nadzorcza MFW .....	6
A. Mandat nadzorczy MFW .....	6
B. Instrumenty nadzorcze MFW .....	13
C. Podsumowanie .....	19
III. Instrumenty pożyczkowe i płynnościowe MFW oraz ich reforma .....	21
A. Instrumenty pożyczkowe – podstawowe informacje .....	21
B. Uwarunkowania pomocy finansowej Funduszu .....	27
C. Katalog instrumentów pożyczkowych .....	32
Porozumienia pożyczkowe na zasadach ogólnych .....	33
Porozumienia pożyczkowe na zasadach preferencyjnych .....	45
D. SDR jako instrument płynnościowy .....	47
Alokacje SDR i ich rola .....	49
Sposoby wykorzystania SDR .....	51
E. Podsumowanie .....	54
IV. Zasoby finansowe w dyspozycji MFW w odpowiedzi na kryzys finansowy i gospodarczy .....	56
A. Zapotrzebowanie na środki finansowe MFW w latach 2008-2011 .....	56
B. Źródła zasobów finansowych MFW .....	61
Udziały członkowskie .....	62
Uzupełniające źródła finansowania Funduszu .....	67
C. Zwiększenie zasobów finansowych MFW .....	72
D. Dalsze wzmocnienie zasobów finansowych MFW .....	78
E. Udział Polski w zwiększaniu środków finansowych MFW .....	80
F. Podsumowanie .....	81
V. Uwagi końcowe .....	83
VI. Bibliografia .....	88

## Streszczenie

W artykule omówiono główne obszary działań podjęte przez MFW w reakcji na kryzys finansowy i gospodarczy zapoczątkowany w 2008 r. W szczególności omówiono charakter zmian najważniejszych instrumentów nadzorczych i pożyczkowych Funduszu oraz zmiany dotyczące sposobu finansowania działalności pożyczkowej Funduszu.

Przed rozpoczęciem kryzysu Fundusz wskazywał na niektóre ryzyka narastające w światowej gospodarce, jednakże publicznie dostępne raporty traktowały ze zbyt małą uwagą istotne nierównowagi, narastające zwłaszcza w krajach rozwiniętych. W następstwie kryzysu większego znaczenia nabrał nadzór nad krajami rozwiniętymi oraz analizy przenoszenia zagrożeń między krajami a także uwzględnianie niedoskonałości systemu finansowego w przeprowadzanych przez Fundusz analizach.

Mimo, że pełna ocena skuteczności reakcji Funduszu na kryzys będzie możliwa dopiero po paru latach od ustabilizowania się sytuacji gospodarczej, można obecnie stwierdzić, że MFW po 2008 roku reagował na kolejne przejawy kryzysu szybko i skutecznie, zapewniając poszczególnym krajom dostęp do tańszego niż rynkowe finansowania na niezbędnym poziomie. Forma udostępniania środków, czyli instrumenty pożyczkowe Funduszu, była dostosowywana na bieżąco do charakteru zaburzeń w gospodarce światowej. Zwiększenie potrzeb pożyczkowych krajów członkowskich wymusiło z kolei zgromadzenie dodatkowych środków od krajów członkowskich o silnej pozycji bilansu płatniczego poprzez pożyczki dwustronne oraz program pożyczek wielostronnych, do którego to programu w listopadzie 2011 r. przystąpił Narodowy Bank Polski.

**Słowa kluczowe:** kryzys finansowy i gospodarczy, MFW.

**Sygnatura JEL:** JEL F33

## I. WPROWADZENIE

Celem autorów opracowania było zaprezentowanie głównych obszarów działań podejmowanych przez MFW w reakcji na kryzys finansowy i gospodarczy zapoczątkowany w 2008 r. Na tym tle przedstawiono informacje dotyczące najważniejszych instrumentów nadzorczych i pożyczkowych będących w dyspozycji Funduszu oraz zarysowano proces zmian w podejściu i działaniach MFW, które wprowadzone zostały już w trakcie kryzysu.

Destrukcyjny wpływ Wielkiego Kryzysu oraz Drugiej Wojny Światowej na polityczne i gospodarcze stosunki między krajami uświadomił społeczności międzynarodowej, że jednym z warunków pokojowego i trwałego rozwoju narodów jest współpraca gospodarcza oparta na przejrzystych i akceptowalnych podstawach. W kontekście doświadczeń Wielkiego Kryzysu – zwłaszcza spirali dewaluacji walut – szczególnie istotna stała się kwestia wypracowania odpowiednich zasad współpracy walutowej. Zadanie to zostało powierzone przez uczestników konferencji w Bretton Woods (1944 r.) Międzynarodowemu Funduszowi Walutowemu. Przedstawiciele krajów przyjęli wówczas tekst międzynarodowej Umowy o MFW określającej cele i zasady działania Funduszu.<sup>1</sup> Umowa ta była wielokrotnie zmieniana tak, by jej zapisy odpowiadały zmieniającym się uwarunkowaniom gospodarki światowej. Obecnie MFW skupia 188 krajów członkowskich.

Główne cele Funduszu zawarte są w Art. 1 Umowy o MFW. Cele te obejmują przede wszystkim wspieranie międzynarodowej współpracy walutowej i stabilności wymiany handlowej oraz skracanie czasu trwania kryzysów bilansu płatniczego członków w sposób niewymagający stosowania środków destrukcyjnych dla dobrobytu krajowego lub światowego. Owo skracanie czasu trwania kryzysów bilansu płatniczego polega na wspieraniu krajów członkowskich w procesie przygotowania i wdrożenia makroekonomicznego programu dostosowawczego i

---

<sup>1</sup> Dz. U. z 1948 r. nr 40 poz. 290 z późniejszymi zmianami.

połączone jest – w niezbędnych przypadkach – z udostępnieniem finansowania w okresie realizacji programu.

1 Zgodnie z Umową o MFW każdy członek Funduszu podejmuje zobowiązania dotyczące prowadzenia polityki gospodarczej i walutowej oraz powierza Funduszowi nadzór nad wywiązywaniem się z tych zobowiązań. Zasady przeprowadzania nadzoru są określone przez Fundusz i zawarte są w regulacjach tworzonych na podstawie identyfikacji kluczowych ryzyk dla stabilności światowego systemu finansowego. Percepcja ryzyk zmienia się wraz z rozwojem rynków i powiązań finansowych między krajami, w wyniku czego zmieniają się także zasady i instrumenty nadzoru stosowane przez Fundusz.

Rozwój międzynarodowych rynków finansowych, a także postęp procesów integracyjnych sprzyjał zwiększaniu zależności gospodarek krajów członkowskich MFW od finansowania zagranicznego. Zaburzenia rynków finansowych mające miejsce po upadku banku Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. spowodowały jednak nagle zatrzymanie transgranicznych przepływów kapitału i pojawienie się kryzysów bilansu płatniczego. Nastąpiło to w pierwszej fazie w tzw. gospodarkach wschodzących, a następnie – w konsekwencji kryzysów fiskalnych – także w krajach strefy euro.

Z perspektywy czasu należy stwierdzić, że MFW wskazywał na niektóre ryzyka narastające w światowej gospodarce. Uzasadnione są jednak także i zarzuty dotyczące traktowania ze zbyt małą uwagą (w publicznie dostępnych raportach) istotnych nierównowag narastających w szeregu krajów członkowskich. O instrumentach nadzoru Funduszu, jego szczegółowych celach, charakterze dokonanych zmian oraz niezbędnej modernizacji instrumentów nadzorczych traktuje rozdział II niniejszego artykułu.

Należy stwierdzić, że wsparcie okazane przez Fundusz krajom doświadczającym potencjalnych bądź rzeczywistych problemów bilansu płatniczego po roku 2008 było natychmiastowe i – o ile można to obecnie ocenić – skuteczne. Fundusz wspierał kraje członkowskie w opracowaniu wiarygodnych

makroekonomicznych programów dostosowawczych oraz udostępniał środki finansowe w wymaganej formie. Forma udostępniania środków, czyli instrumenty pożyczkowe Funduszu, była zaś dostosowywana na bieżąco do charakteru zaburzeń w gospodarce światowej.

Potrzeby pożyczkowe krajów członkowskich okazały się zbyt duże w porównaniu z dostępnymi środkami Funduszu. Dlatego też niezbędnym stało się zgromadzenie dodatkowych środków od krajów członkowskich o silnej pozycji bilansu płatniczego poprzez pożyczki dwustronne oraz program pożyczek wielostronnych NAB (ang. *New Arrangements to Borrow*), do którego to programu w listopadzie 2011 r. przystąpił Narodowy Bank Polski.

Informacja o rodzajach instrumentów pożyczkowych Funduszu i ich reformie zawarta została w rozdziale III niniejszego opracowania. Rozdział IV traktuje o zasobach Funduszu i procesie zwiększania ich wielkości w okresie 2008-2011. W opracowaniu celowo pominięto jeden z obszarów działalności Funduszu, to znaczy świadczenie pomocy technicznej na rzecz krajów członkowskich, gdyż działania w tym obszarze wynikają bezpośrednio z mandatu nadzorczego Funduszu. Ponadto, wyczerpujące omówienie owego tematu nadmiernie zwiększyłoby objętość niniejszego opracowania.

O ile nie wskazano inaczej, opracowanie przedstawia stan na 31.10.2012 r.

## II. ROLA NADZORCZA MFW

W rozdziale przedstawiono główne instrumenty nadzorcze MFW oraz omówiono kierunki zmian podejścia Funduszu do kwestii nadzorczych w odpowiedzi na kryzys finansowy i gospodarczy zapoczątkowany w 2008 r. Na wstępie scharakteryzowano mandat nadzorczy MFW, przedstawiono główne elementy obowiązującej decyzji w sprawie nadzoru oraz zarysowano główne kierunki zmian wprowadzonych przez MFW w odpowiedzi na kryzys finansowy i gospodarczy. Następnie scharakteryzowano instrumenty nadzorcze Funduszu w podziale na nadzór bilateralny i multilateralny. Rozdział zamyka podsumowanie zmian wprowadzonych w działaniach nadzorczych MFW w odpowiedzi na kryzys.

### A. Mandat nadzorczy MFW

Działania nadzorcze Międzynarodowego Funduszu Walutowego reguluje Umowa o MFW, definiując w tej materii zarówno zakres obowiązków krajów członkowskich, jak i samego Funduszu. Obecna formuła nadzoru została określona pod koniec lat 70., po upadku systemu stałych kursów walutowych.

Zgodnie z Art. IV, Ustęp 1 Umowy o MFW, kraj przystępujący do Funduszu zobowiązuje się do prowadzenia polityk wspierających wzrost gospodarczy i zapewniających stabilność finansową oraz do unikania manipulowania kursem walutowym w celu poprawy bilansu płatniczego lub zwiększenia własnej konkurencyjności. Ze swojej strony MFW zobowiązuje się do sprawowania nadzoru nad międzynarodowym systemem walutowym w celu zapewnienia jego skutecznego funkcjonowania.<sup>2</sup> Jednocześnie kraj członkowski wyraża zgodę, aby jego polityka gospodarcza, w szczególności polityka kursowa, była oceniana przez MFW oraz zobowiązuje się udostępniać Funduszowi prawdziwe informacje niezbędne do sprawowania nadzoru.<sup>3</sup> Funkcja nadzorcza Funduszu

---

<sup>2</sup> Umowa o MFW, Art. IV, Ustęp 3.

<sup>3</sup> Umowa o MFW, Art. VIII, Ustęp 5.



realizowana jest poprzez nadzór na poziomie krajowym (tzw. nadzór bilateralny: MFW - kraj) oraz globalnym (nadzór multilateralny).<sup>4</sup>

Przełożenie zapisów Art. IV Umowy o MFW na konkretne działania nadzorcze Funduszu następuje poprzez decyzje w sprawie nadzoru (ang. *decisions on surveillance*) wydawane przez Radę Wykonawczą MFW. Decyzje w sprawie nadzoru wyznaczają kierunek działań nadzorczych MFW. Są one uzupełniane przez wytyczne (ang. *guidance notes*), które precyzują zasady sporządzania analiz nadzorczych. Z formalnego punktu widzenia Umowa o MFW nie nadaje Funduszowi prawa wydawania wiążących zaleceń dotyczących polityki gospodarczej państw członkowskich.

Do końca października 2012 r. Rada Wykonawcza MFW trzykrotnie wydawała decyzje w sprawie nadzoru:

- 1977 r. - Decyzja o nadzorze nad politykami kursowymi krajów członkowskich – ang. "*1977 Decision on Surveillance over Exchange Rate Policies*" (Decyzja 1977);
- 2007 r. – Decyzja o nadzorze bilateralnym nad politykami członków - ang. "*Decision on Bilateral Surveillance Over Members' Policies*" (dalej: Decyzja 2007), która obowiązuje obecnie;
- 2012 r. – Decyzja o zintegrowanym nadzorze – „*Integrated Surveillance Decision (ISD)*” - (Decyzja ISD), która ma obowiązywać od 18 stycznia 2013 r.<sup>5</sup>

Od 15 czerwca 2007 r. podstawę dla prowadzonych działań nadzorczych stanowi Decyzja 2007. Składa się z ona dwóch części: pierwsza precyzuje zakres nadzoru sprawowanego przez Fundusz, a druga stanowi wykładnię dla krajów członkowskich, co do sposobu prowadzenia polityk krajowych, w szczególności polityki kursowej tak, aby były one zgodne z zapisami Art. IV Umowy o MFW. W świetle Decyzji 2007 nadzór Funduszu nad krajami członkowskimi koncentruje się na ocenie, czy krajowa polityka gospodarcza (fiskalna, monetarna, dotycząca

---

<sup>4</sup> Instrumenty nadzorcze MFW zostaną omówione w dalszej części rozdziału.

<sup>5</sup> Główne elementy Decyzji ISD zostaną przedstawione w dalszej części rozdziału.

sektora finansowego oraz strukturalna) służy wewnętrznej i zewnętrznej stabilności danego państwa. Decyzja 2007 precyzuje również zasady nadzoru nad uniami walutowymi. W tym przypadku Fundusz ocenia, czy polityki gospodarcze prowadzone na poziomie unii i na poziomie krajowym służą stabilności unijnej i krajowej. Decyzja 2007 nie pozwala jednak na objęcie procesem nadzorczym zewnętrznych skutków krajowej polityki gospodarczej, tj. oceny wpływu własnej polityki gospodarczej na inne państwa. Ponadto nie zawiera ona wytycznych dotyczących sposobu reakcji na te zjawiska w gospodarce światowej, które wymagają współdziałania społeczności międzynarodowej.

Nieoczekiwane rozpoczęcie kryzysu finansowego i gospodarczego z 2008 r. wskazało, że narzędzia nadzorcze Funduszu w niedostatecznym stopniu umożliwiały odpowiednio wczesną identyfikację zagrożeń dla gospodarki światowej. W związku z tym, w październiku 2009 r., Międzynarodowy Komitet Monetarny i Finansowy (IMFC)<sup>6</sup> zalecił dokonanie przeglądu mandatu nadzorczego MFW, również w kontekście możliwości dokonywania przez Fundusz oceny wpływu polityk krajowych na globalną stabilność finansową.

Kwestię oceny procesu nadzorczego Funduszu podjęło w 2010 r. Niezależne Biuro Oceny (*Independent Evaluation Office – IEO*)<sup>7</sup>. W opublikowanym w 2011 r. raporcie *IMF Performance in the Run-up to the Financial and Economic Crisis* przedstawiono analizę procesu nadzorczego Funduszu w latach 2004-2007<sup>8</sup>. Zdaniem IEO w okresie poprzedzającym kryzys Fundusz nie docenił zagrożeń dla gospodarki światowej i międzynarodowego systemu finansowego, które narastały w

<sup>6</sup> Komunikat IMFC z 4 października 2009 r.; <http://www.imf.org/external/np/cm/2009/100409.htm>.

<sup>7</sup> Od 2001 r. w ramach struktury MFW działa Niezależne Biuro Oceny (*Independent Evaluation Office – IEO*) współpracujące z Radą Wykonawczą MFW. Biuro dokonuje niezależnej oceny działalności MFW, dba o realizację zasady przejrzystości działań i promowania czytelnego wizerunku Funduszu. Biuro jest samodzielną jednostką i nie podlega Dyrektorowi Wykonawczemu. Pracownicy IEO mają dostęp do wszystkich dokumentów sporządzanych w ramach MFW. W ciągu roku IEO realizuje kilka projektów oceniających wybrane obszary działalności MFW i sporządza raporty podsumowujące wyniki analizy. O publikacji raportów decyduje Rada Wykonawcza MFW (dotychczas wszystkie raporty zostały opublikowane).

<sup>8</sup> IEO (2011), *IMF Performance in the Run-up to the Financial and Economic Crisis*. *IMF Surveillance in 2004-07*, Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund, International Monetary Fund, Washington D.C.

krajach rozwiniętych i niedostatecznie informował o nich w raportach poświęconym perspektywom gospodarczym i finansowym na świecie. W szczególności, oceny przedstawiane w raportach *World Economic Outlook* w latach 2004-2007 podkreślały dobrą kondycję rynków finansowych i ich odporność na kryzys. IEO zauważa także, że oceny ryzyka pogorszenia kondycji sektora finansowego identyfikowane w raporcie MFW *Global Financial Stability Report (GFSR)* z 2006 r. nie zostały powtórzone w innych raportach MFW ani w publicznych oświadczeniach Funduszu. Ponadto, zagrożenia dotyczące rynku *subprime* przedstawione w raporcie WEO z kwietnia 2007 zostały ocenione tylko z perspektywy zagrożeń dla gospodarki realnej, a nie dla rynków finansowych. Fundusz wskazywał przede wszystkim na ryzyka związane z globalnymi nierównowagami płatniczymi, których chaotyczne rozwiązanie mogło doprowadzić do deprecjacji dolara i światowej recesji. IEO podkreślało także, że w odniesieniu do gospodarek zaawansowanych nie doceniono ryzyk związanych z efektem zakażenia i przepływem impulsów. Gospodarki zaawansowane nie zostały także poddane ocenom ryzyka systemowego w ramach *Vulnerability Exercises*, które to badanie było przeprowadzane jedynie dla gospodarek wschodzących.

Uwagi zgłoszone przez IEO zostały uwzględnione w trakcie regularnego, odbywającego się co trzy lata, przeglądu działalności nadzorczej MFW, który ma na celu zwiększenie zdolności MFW do wspierania stabilności finansowej na poziomie krajowym i globalnym. Przygotowany w roku 2011 raport *Triennial Surveillance Review (TSR 2011)*<sup>9</sup> zawierał stwierdzenie, że od momentu rozpoczęcia kryzysu globalnego Fundusz reagował w porę i we właściwy sposób. Wskazano jednak, istotne luki w procesie nadzorczym. Nadzór MFW został oceniony jako zbyt fragmentaryczny, zarówno w kontekście zakresu tematycznego, jak i zakresu regionalnego. Wskazano, że ocena ryzyk była niedostateczna, ponieważ zbyt małą wagę przykładano do badania wzajemnych powiązań zarówno w ramach gospodarek krajowych (czyli powiązań międzysektorowych), jak i międzynarodowych oraz do

---

<sup>9</sup> MFW (2011), *2011 Triennial Surveillance Review (TSR 2011)*, International Monetary Fund, Washington D.C.

transmisji szoków. Podkreślono, jednakże, że wpływ opinii formułowanych przez MFW na polityki krajowe był słabszy w przypadku gospodarek zaawansowanych, niż w przypadku krajów rozwijających się.

W dyskusji nad modelem nadzoru MFW nie można pominąć głosów ekspertów zewnętrznych. Według A. Webera MFW powinien być bardziej nastawiony na zapobieganie kryzysowi, niż na tworzenie instrumentów do walki z jego objawami<sup>10</sup>. Stąd tak ważne jest stworzenie odpowiedniej architektury nadzorczej Funduszu. M. Edwards, podobnie jak autorzy raportu TSR 2011, zwraca uwagę na problem ograniczonego realizowania zaleceń MFW przez gospodarki zaawansowane<sup>11</sup>. Natomiast E. Truman podkreśla, że MFW powinien dokładnie badać nie tylko, czy państwa wypełniają rekomendacje MFW, ale również dlaczego tego nie zrobiły<sup>12</sup>. Według niego należy również analizować adekwatność zaleceń Funduszu. M. Wolf i J. Stiglitz uważają nawet, że MFW powinien dokonywać oceny kosztów społecznych wydawanych rekomendacji<sup>13</sup>. Natomiast według E. Trumana MFW powinien badać zgodność polityk krajowych z wewnętrzną i zewnętrzną stabilnością kraju oraz ich zgodność z globalną stabilnością gospodarczą i finansową<sup>14</sup>. Ponadto, jego zdaniem ryzyka zidentyfikowane na poziomie globalnym powinny być dyskutowane z władzami krajowymi odpowiedzialnymi za

<sup>10</sup> A. Weber (2011), *The IMF and the International Monetary System: Lessons from the Crisis*, Per Jacobsson Foundation Lecture, 25.09.2011, <http://www.perjacobsson.org/lectures.htm>.

<sup>11</sup> M. Edwards (2011), *Under the Microscope: Some Findings from the 2011 Triennial Surveillance Review*, <http://www.new-rules.org/new-rules-blog/370-under-the-microscope-some-findings-from-the-2011-triennial-surveillance-review>.

<sup>12</sup> E. Truman (2010), *Strengthening IMF Surveillance: A Comprehensive Proposal*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief No. 10-29 oraz E. Truman (2011), *Toward a More Muscular Surveillance Process at the IMF*, Peterson Institute for International Economics <http://www.piie.com/blogs/realtime/?p=2489>.

<sup>13</sup> M. Wolf (2011), *TSR External Commentary—Surveillance by the International Monetary Fund*, International Monetary Fund, Washington D.C. oraz J. Stiglitz (2011), *TSR External Commentary—A Short Note on Surveillance and How Reforms in Surveillance Can Help the IMF to Promote Global Financial Stability*, International Monetary Fund, Washington D.C.

<sup>14</sup> E. Truman (2010), *Strengthening IMF Surveillance...*, op.cit.

ich powstanie. Z kolei zdaniem A. Webera<sup>15</sup> MFW, w ścisłej współpracy z BIS, powinien dokładnie monitorować przepływy kapitałowe.

Na podstawie przeglądu TSR 2011, oceny IEO, oraz wypowiedzi ekspertów zewnętrznych stwierdzono m.in., że nadzór MFW związany z przeciwdziałaniem kryzysom powinien szerzej ujmować kwestie sektora finansowego i regulacyjnego, a także w większym stopniu brać pod uwagę ryzyko systemowe oraz ryzyko przenoszenia się kryzysu pomiędzy krajami. Jednym z głównych wniosków było podkreślenie, że w ramach usprawnienia i wzmocnienia nadzoru sprawowanego przez MFW powinna nastąpić integracja nadzoru bilateralnego i multilateralnego. W formułowanych rekomendacjach<sup>16</sup> wskazywano m.in. na zasadność uwzględniania w materiałach Funduszu szerszych analiz potencjalnego wpływu krajowej polityki gospodarczej na otoczenie (ang. *spillovers*) oraz zagadnień stabilności finansowej, jak również położenie większego nacisku na tematykę stabilności zewnętrznej, w tym szczególnie w odniesieniu do dwóch aspektów – kursów wymiany i przepływów kapitałowych.

Wyżej wymienione kwestie zostały uwzględnione przy modyfikowaniu analitycznych instrumentów nadzorczych MFW, jak również w pracach nad nową decyzją w sprawie nadzoru (Decyzja ISD) przyjętą przez Radę Wykonawczą MFW 18 lipca 2012 r. Zgodnie z Decyzją ISD, MFW będzie miał możliwość podejmowania rozmów z władzami państw członkowskich na temat *spillovers*. Kraje członkowskie będą zobowiązane do dyskusji na temat kwestii dotyczących *spillovers* podczas przeglądu w ramach Art. IV Umowy o MFW również w sytuacji, kiedy prowadzone przezeń polityki nie będą zagrażały stabilności krajowej. Tak jak w przypadku Decyzji 2007, w Decyzji ISD głównym przedmiotem nadzoru pozostanie polityka kursowa, ale dodane zostaną wytyczne odnośnie prowadzenia polityk, które mogą mieć wpływ na inne kraje członkowskie.

---

<sup>15</sup> A. Weber (2011), *The IMF and the International Monetary System...*, op.cit.

<sup>16</sup> MFW (2011), *2011 Triennial Surveillance Review (TSR 2011)*

Ponadto, w lipcu 2012 r., realizując rekomendacje zawarte w przeglądzie mandatu nadzorczego MFW, Fundusz opublikował pilotażowy raport - *Pilot External Sector Report* (ESR) poświęcony analizie pozycji zewnętrznej głównych gospodarek światowych.<sup>17</sup> Analizę przeprowadzono wśród 28 największych gospodarek pod względem PKB według parytetu siły nabywczej i wielkości handlu zagranicznego (w tym Polski). Obszarami poddanymi analizie były: rachunek obrotów bieżących, rezerwy walutowe, przepływy kapitałowe, kursy walutowe oraz przeprowadzane interwencje walutowe. W raporcie przedstawiono analizy: czynników wpływających na nierównowagi zewnętrzne, ryzyk finansowych związanych z przepływami kapitałowymi, oraz oddziaływań polityk (dostosowań fiskalnych i reform strukturalnych) na pozycję zewnętrzną.

Jak wskazano powyżej, kryzys finansowy i gospodarczy zapoczątkowany w 2008 r. spowodował przesunięcie zagadnień dotyczących sektora finansowego w centrum działalności nadzorczej Funduszu. Podejście to zostało odzwierciedlone również w programie nadzoru nad sektorem finansowym (ang. *The IMF's Financial Surveillance Work Agenda*<sup>18</sup>) przedstawionym w kwietniu 2012 r. w programie - w perspektywie krótko i średniookresowej - określono działania Funduszu służące wspieraniu globalnej stabilności finansowej i wzrostu. Są to przede wszystkim zadania związane z powstrzymaniem kryzysu w strefie euro (odbudowa stabilności finansowej w gospodarkach zaawansowanych), budową silnego systemu finansowego wspierającego zrównoważony wzrost, wzmocnieniem nadzoru MFW nad sektorem finansowym oraz rozszerzeniem współpracy Funduszu z innymi podmiotami globalnymi (w tym Bankiem Światowym, Radą Stabilności Finansowej, G20). W programie założono badanie cykli kredytowych i rynków nieruchomości, pogłębienie analiz dotyczących pozabankowego sektora finansowego, a także łączne badanie zależności finansowych i handlowych. Zaplanowano również pogłębienie analizy sektora finansowego w nadzorze bilateralnym oraz prowadzenie prac na rzecz poprawy dostępności informacji i danych sektora finansowego.

<sup>17</sup> <http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4674>

<sup>18</sup> <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/041012.pdf>

## B. Instrumenty nadzorcze MFW

MFW sprawuje nadzór nad międzynarodowym systemem walutowym i politykami gospodarczymi i finansowymi państw członkowskich stosując szereg analitycznych instrumentów nadzorczych. W raportach prezentujących wyniki analiz nadzorczych zamieszczone są rekomendacje (ang. *policy advice*) dla krajów członkowskich. Są to zalecenia, które w opinii Funduszu sprzyjają krajowej i międzynarodowej stabilności makroekonomicznej i finansowej. Proces nadzoru MFW oparty jest na dialogu pomiędzy Funduszem i instytucjami krajowymi zaangażowanymi w opracowywanie i realizację polityk. Aktualne instrumenty nadzorcze MFW w podziale na nadzór bilateralny i multilateralny przedstawia Tabela II-1.

### *Nadzór bilateralny*

- **Przeglądy gospodarek wynikające z zapisów Art. IV Umowy o MFW**

Przeglądy gospodarek wynikające z zapisów Art. IV Umowy o MFW są podstawowym instrumentem działań nadzorczych Funduszu. Mają one charakter obowiązkowy dla państw członkowskich i odbywają się corocznie lub w cyklu dwuletnim. Podczas przeglądu identyfikowane są ryzyka dotyczące stabilności wewnętrznej i zewnętrznej kraju. Przegląd kończy zwykle krótkie oświadczenie MFW zawierające ocenę bieżącej sytuacji gospodarczej kraju. Po wizycie w danym państwie eksperci Funduszu przygotowują raport o stanie gospodarki, który następnie jest przedmiotem dyskusji Rady Wykonawczej MFW. Oświadczenie końcowe, kompleksowy raport z przeglądu oraz sprawozdanie z przebiegu dyskusji Rady Wykonawczej są upubliczniane za zgodą kraju, który był poddawany przeglądowi - większość państw członkowskich zgadza się na publikację tych dokumentów. W ramach Art. IV Umowy o MFW odbywają się również, zaliczane do multilateralnej kategorii instrumentów nadzorczych, przeglądy gospodarcze krajów należących do wspólnych obszarów walutowych.<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> Przeglądy gospodarcze dokonywane są dla: strefy euro, Zachodnioafrykańskiej Unii Gospodarczej i Walutowej, Wschodnio Karaibskiej Unii Walutowej, Unii Celnej i Gospodarczej Afryki Środkowej.



lp	instrument	rok wprowadzenia	częstotliwość	forma publikacji	obszar badania					
					makroekonomia	powiązania makro-finansowe	sektor finansowy	ryzyka	kwestie strukturalne	równowaga zewnętrzna
<b>nadzór bilateralny</b>										
1	Przeglądy w ramach Art. IV	1952	rocznie/co 2 lata	po wyrażeniu zgody przez państwo członkowskie	x	x	x	x	x	x
2	<i>Financial Sector Assessment Program (FSAP)</i>	1999	co 5 lat/okresowo				x	x		
3	<i>Reports on Observance of Standards and Codes (ROSCs)</i>	1999	co 5 lat/okresowo					x		
<b>nadzór multilateralny</b>										
4	<i>World Economic Outlook (WEO)</i>	1980	dwa razy do roku*	publikowany	x	x				x
5	<i>Global Financial Stability Report (GFSR)</i>	2002	dwa razy do roku*				x	x		
6	<i>Fiscal Monitor (FM)</i>	2010	dwa razy do roku* *		x			x		
7	<i>Vulnerability Exercise (VE)</i>	2001	dwa razy do roku	poufny	x	x		x		x
8	<i>Early Warning Exercise (EWE)</i>	2009	dwa razy do roku							x
9	Przeglądy w ramach Art. IV dla unii walutowych	2000	rocznie	publikowany	x	x	x	x	x	x
10	<i>Regional Economic Outlook (REO)</i>	2003	dwa razy do roku		x			x		
11	<i>Spillover Reports</i>	2011	rocznie	po wyrażeniu zgody przez państwa członkowskie	x	x		x		
12	Analizy sporządzane na potrzeby krajów G7/G20	2009	dwa razy do roku	poufne	x	x		x		
13	<i>Consolidated Multilateral Surveillance Reports</i>	2011	dwa razy do roku	publikowany	x	x	x	x		x

\* od 2007 r. dodatkowe uaktualnienia 2 razy do roku

\*\* dodatkowe uaktualnienia 2 razy do roku

**Tabela II-1: Instrumenty nadzorcze MFW**Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów MFW, w tym: *TSR External Study-IMF Surveillance: Coverage, Consistency and Coherence, July 20,2011.*



W październiku 2012 r. w reakcji na międzynarodowy kryzys gospodarczy i finansowy, MFW przygotował nowe wytyczne<sup>20</sup> dotyczące sporządzania analiz nadzorczych w ramach Art. IV Umowy o MFW. Wytyczne zalecają, aby w raportach o stanie gospodarki zamieszczane były informacje dotyczące wypełnienia rekomendacji MFW przez kraje członkowskie. Pracownicy MFW będą zobowiązani do analizy przyczyn braku wykonania rekomendacji przez państwo członkowskie. Ponadto zalecono, aby w raportach w sposób przejrzysty prezentowane były stanowiska władz krajowych oraz MFW dotyczące podstawowych kwestii gospodarczych.

- **Przeglądy systemów finansowych**

Przeglądy systemów finansowych (ang. *Financial System Stability Assessment*) gospodarek państw członkowskich w ramach programu *Financial Sector Assessment Program* (FSAP) zostały zainicjowane przez MFW wraz z Bankiem Światowym w roku 1999. Program FSAP służy budowie zdrowych systemów finansowych w krajach członkowskich. Ma na celu identyfikację silnych stron i zagrożeń systemu finansowego kraju członkowskiego oraz określenie sposobów zarządzania najważniejszymi czynnikami ryzyka. Przegląd FSAP obejmuje sektory: bankowy, przedsiębiorstw, ubezpieczeniowy, funduszy emerytalnych oraz rynek kapitałowy. Kraje członkowskie mają możliwość podjęcia decyzji o nieupublicznianiu raportu z przeglądu. W dekadzie poprzedzającej kryzys z 2008 r. ok. 60% rekomendacji Funduszu sporządzonych w ramach FSAP była wprowadzana w życie przez kraje członkowskie.<sup>21</sup>

Do 2010 r. uczestnictwo w programie FSAP było dobrowolne, ok. 2/3 krajów członkowskich (w tym Polska) co 5 - 10 lat poddawało ocenie swoje sektory finansowe. Od września 2010 r., Fundusz wprowadził dla 25 największych systemowo ważnych gospodarek obowiązkowe uczestnictwo w - przeprowadzanym

---

<sup>20</sup> MFW (2012), *Guidance Note For Surveillance Under Article IV*

<sup>21</sup> MFW (2009), *The Financial Sector Assessment Program After ten Years: Experience and Reforms for the Next Decade*, August 28, 2009.

co 5 lat - programie FSAP.<sup>22</sup> Program FSAP dla systemowo ważnych gospodarek zawiera następujące elementy: (i) ocena źródeł, prawdopodobieństwa i potencjalnego wpływu głównych zagrożeń na krajową stabilność finansową; (ii) ocena działań na rzecz wspierania krajowej stabilności finansowej, w tym skuteczności nadzoru finansowego; (iii) ocena zarządzania kryzysowego (w tym zarządzania płynnością oraz ocena sieci bezpieczeństwa finansowego). Ponadto w kwietniu 2010 r., elementy FSAP zostały włączone do obowiązkowych przeglądów państw członkowskich w ramach Art. IV Umowy o MFW. Na rok 2012 r. zaplanowano również pierwszy przegląd FSAP dla Unii Europejskiej.

- **Przeglądy zgodności krajowych finansowych standardów i kodeksów ze standardami międzynarodowymi**

Przegląd zgodności krajowych finansowych standardów, kodeksów i dobrych praktyk ze standardami międzynarodowymi (ang. *Reports on Observance of Standards and Codes (ROSCs)*) jest inicjatywą wprowadzoną w życie w 1999 r. jednocześnie z programem FSAP. Podobnie jak FSAP, ROSC jest wspólnym przedsięwzięciem MFW i Banku Światowego. W ramach ROSC analizowane i oceniane jest przestrzeganie przez państwa członkowskie międzynarodowych standardów i kodeksów w dwunastu zdefiniowanych przez MFW i BS obszarach. Obejmują one m.in. rachunkowość, przeciwdziałanie praniu brudnych pieniędzy i finansowaniu terroryzmu, nadzór bankowy, przejrzystość polityki finansowej i monetarnej oraz system płatniczy. Często praktyką jest, że przeglądy ROSC dokonywane są jednocześnie z przeglądami FSAP – w takiej sytuacji przegląd ROSC uzupełnia FSAP, poprzez kompleksową ocenę przestrzegania międzynarodowych standardów i kodeksów w sektorze finansowym danego państwa. Uczestnictwo w przeglądzie jest dobrowolne. Przegląd odbywa się co kilka lat (zwykle co 5-10 lat). Kraje członkowskie mają możliwość podjęcia decyzji o nieupublicznianiu raportu z przeglądu.

### *Nadzór multilateralny*

<sup>22</sup> Komunikat Rady Wykonawczej MFW, nr 10/357 z dnia 27 września 2010 r.

- **Raport „World Economic Outlook” (WEO)**

WEO jest publikacją, w której przedstawiana jest analiza bieżącej sytuacji gospodarki światowej i perspektywy jej rozwoju. W każdej edycji WEO zamieszczane są również analizy dotyczące najważniejszych aktualnych problemów gospodarki światowej - w wydaniach WEO z 2008 i 2009 r. akcenty zostały położone na analizy związane z kryzysem finansowym, z kolei w 2010 i 2011 r. raporty WEO poświęcone były problemom przywracania wzrostu gospodarczego. Oprócz przeglądów gospodarki światowej WEO, MFW publikuje również analizy na poziomie regionalnym - *Regional Economic Outlook (REO)*<sup>23</sup>, które przygotowywane są na bazie raportów WEO. Od kwietnia 2012 r. do raportu WEO dołączane są analizy gospodarki światowej badające zjawiska *spillovers* i interakcje międzynarodowe.<sup>24</sup>

- **Raport „Global Financial Stability Report” (GFSR)**

GFSR jest publikacją poświęconą globalnym rynkom finansowym. Zawiera ona analizy ryzyka kredytowego, rynkowego i płynnościowego ze szczególnym odniesieniem do sytuacji rynków wschodzących. Analogicznie do WEO, w poszczególnych wydaniach raportu GFSR prezentowane są analizy dotyczące najważniejszych aktualnych zagadnień związanych z globalną stabilnością finansową. Od października 2007 r. były to zagadnienia związane z identyfikacją i oceną napięć na światowych rynkach finansowych.

- **Vulnerability Exercise (VE)**

VE to regularna ocena ryzyka systemowego przeprowadzana przez MFW dla krajów rozwiniętych (od 2009 r., obecnie dla 32 krajów), dla rynków wschodzących (od 2001 r., obecnie dla 56 krajów, w tym Polski) i krajów o niskich dochodach (od 2011 r., obecnie dla 61 krajów). Badane kraje klasyfikowane są w trzech kategoriach określających stopień podatności na szoki (wysoki, średni lub słaby). Opracowanie

<sup>23</sup> Regionalne przeglądy gospodarcze dokonywane są dla: 1) Afryki Subsaharyjskiej, 2) Azji i Pacyfiku, 3) Europy, 4) Bliskiego Wschodu i Azji Centralnej, 5) Azji i Pacyfiku, 6) obszaru półkuli zachodniej (USA i Kanada oraz Ameryka Łacińska i Karaiby).

<sup>24</sup> *IMF Managing Director's Statement on Strengthening Surveillance - 2011 Triennial Surveillance Review, 27 October 2011*

przygotowywane jest w cyklu półrocznym i stanowi bazę wyjściową dla prac nad wymienionymi poniżej analizami w ramach *Early Warning Exercise* (EWE). Z uwagi na informacje wrażliwe dla rynków Analizy VE nie są publikowane.

- **Analizy *Early Warning Exercise* (EWE)**

Analizy wczesnego ostrzegania EWE<sup>25</sup> to regularna ocena globalnego ryzyka systemowego przeprowadzana wspólnie przez MFW i Radę Stabilności Finansowej (ang. *Financial Stability Board - FSB*) od 2009 r. Celem EWE jest wczesne wykrywanie słabości światowego systemu finansowego, ostrzeganie przed ryzykami, które mogą doprowadzić do kryzysu, a także określanie działań korygujących słabości na poziomie międzynarodowym i krajowym. Opracowanie przygotowywane jest dla Międzynarodowego Komitetu Monetarnego i Finansowego (IMFC) w cyklu półrocznym. Analogicznie do VE, z uwagi na zawartość informacji wrażliwych, EWE nie jest publikowane.

- **Raport „*Fiscal Monitor*” (FM)**

Raport FM zawiera analizy sektora finansów publicznych. Jego publikację rozpoczęto w 2009 r. w raporcie analizowane są - w ujęciu krajowym – zagadnienia wpływu kryzysu na politykę fiskalną i stabilność finansów publicznych.

- **Raporty współzależności i przenoszenia negatywnych impulsów**

Raporty współzależności i przenoszenia negatywnych impulsów (ang. *interlinkages and spillover reports*) zawierają ocenę najważniejszych powiązań i zależności w gospodarce światowej, których badanie w sposób dostatecznie szczegółowy nie jest możliwe ani w ramach instrumentarium nadzoru bilateralnego (przeglądy gospodarek wynikające z zapisów Art. IV Umowy o MFW), ani w ramach narzędzi nadzoru multilateralnego MFW (analizy sporządzane na potrzeby raportów WEO i GFSR). W pilotażowym raporcie dotyczącym *spillovers* opublikowanym w lipcu 2011 r., oceniono zewnętrzne efekty polityk gospodarczych pięciu gospodarek: Chin, strefy euro, Japonii, Wielkiej Brytanii i USA. Badanie zostało powtórzone w 2012 r.

<sup>25</sup> Szersza informacja nt. metodyki EWE- <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/090110.pdf>

- **Analizy sporządzane na potrzeby prac grup G7 i G20.**

Analizy MFW przygotowywane na potrzeby prac G7 i G20 poświęcone są kondycji gospodarki światowej i perspektywom jej rozwoju. Ponadto w ramach współpracy z G20 przy realizacji programu *Mutual Assessment Process (MAP)* MFW przygotowuje analizy zgodności polityk gospodarczych krajów ze zrównoważonym i zbilansowanym wzrostem gospodarki światowej.

### C. Podsumowanie

Do najważniejszych z omówionych powyżej inicjatyw podjętych w ramach dalszego usprawniania i modyfikacji instrumentów nadzorczych MFW w odpowiedzi na kryzys finansowy i gospodarczy z 2008 r. należą:

- wprowadzenie nowych form analiz nadzorczych MFW: raporty badające zjawiska *spillovers* (2011 r.), raporty analizujące sytuację sektora finansów publicznych (ang. *Fiscal Monitor* - 2009 r.), analizy wczesnego ostrzegania EWE (2009 r.) oraz regularne oceny ryzyka systemowego (VE) dla gospodarek zaawansowanych (2009 r.) i gospodarek krajów o niskich dochodach (2011 r.), pilotażowy raport - *Pilot External Sector Report* (2012 r.)
- rozszerzenie tematyczne raportów WEO o analizy zjawiska *spillovers* i zależności międzynarodowych (2012 r.).
- wprowadzenie obowiązkowych kompleksowych przeglądów sektora finansowego FSAP dla 25 systemowo ważnych gospodarek oraz włączenie elementów przeglądu FSAP do obowiązkowych przeglądów państw członkowskich w ramach Art. IV Umowy o MFW (2010 r.).
- przyjęcie (2012 r.) nowej decyzji w sprawie nadzoru (ang. *Integrated Surveillance Decision ISD*), która wejdzie w życie w 18 stycznia 2013 r., umożliwiającej nadzorowanie polityki gospodarczej państw członkowskich zarówno pod względem jej oddziaływań na stabilność krajową, jak i stabilność globalną.

Ponadto od rozpoczęcia kryzysu z 2008 r. MFW znacząco rozszerzył współpracę z innymi międzynarodowymi ciałami zaangażowanymi w procesy nadzorcze, w tym z Radą Stabilności Finansowej (FSB)<sup>26</sup>, jak również w ramach wspierania prac G20.

---

<sup>26</sup> MFW i FSB szerzej współpracują ze sobą od 2008 r. Od września 2010 r. Fundusz jest członkiem FSB.

### III. INSTRUMENTY POŻYCZKOWE I PŁYNNOŚCIOWE MFW ORAZ ICH REFORMA

W pierwszej części rozdziału przedstawiono podstawowe informacje dotyczące zasad udzielania pomocy finansowej przez MFW. Następnie scharakteryzowano instrumenty finansowe stosowane przez Fundusz. Szczególną uwagę zwrócono na zmiany w polityce pożyczkowej MFW (w tym m.in. dotyczące zasad i zakresu pomocy) wywołane koniecznością skuteczniejszego reagowania na potrzeby państw członkowskich w dobie kryzysu finansowego i gospodarczego zapoczątkowanego w 2008 r. W ostatniej części rozdziału opisana została rola specjalnych praw ciągnięcia (SDR) jako instrumentu płynnościowego oraz możliwości wykorzystania SDR w międzynarodowym systemie finansowym.

#### A. Instrumenty pożyczkowe – podstawowe informacje

Jedną z podstawowych funkcji MFW jest funkcja kredytowa, polegająca na dostarczaniu krajom członkowskim środków finansowych w przypadku problemów związanych z bilansem płatniczym.<sup>27</sup> Środki te dostarczane są w formie zwrotnej pożyczki, która ma charakter transakcji swapa walutowego. W ramach tej transakcji kraj członkowski uzyskuje możliwość dokonania zakupu waluty swobodnie wymiennej<sup>28</sup> za walutę krajową w trakcie wskazanego okresu oraz do określonej wysokości wyrażonej w procentowej wielkości udziału członkowskiego tego państwa. Jednocześnie zobowiązuje się do odkupu waluty krajowej od Funduszu w określonym terminie.<sup>29</sup>

W przypadku krajów, które nie posiadają dostępu do rynków finansowych z uwagi na utratę wiarygodności kredytowej, pożyczki MFW są jedynym dostępnym

---

<sup>27</sup> Zgodnie z Art. I pkt (v) Umowy o MFW.

<sup>28</sup> Zgodnie z Art. XXX pkt (f) Umowy o MFW waluta swobodnie wymierna oznacza walutę członka, która w ocenie Funduszu (i) jest faktycznie w sposób szeroki wykorzystywana w celu uiszczania płatności z tytułu transakcji międzynarodowych oraz (ii) jest powszechnym przedmiotem obrotu na głównych rynkach walutowych. Obecnie zalicza się do niej USD, EUR, funt brytyjski i jen japoński.

<sup>29</sup> Zgodnie z Art. XXX pkt (c) Umowy o MFW.

źródłem finansowania niezbędnym w okresie wdrażania reform gospodarczych mających na celu ponowne uzyskanie dostępu do rynków kapitałowych.

Uzyskanie przez kraj członkowski wsparcia finansowego poprzedza proces negocjacji z MFW tzw. programu dostosowawczego, który zapewnia odpowiednie zabezpieczenie czasowego wykorzystania zasobów Funduszu.<sup>30</sup> Negocjacje dotyczą m. in. formy wsparcia finansowego (wybór instrumentu wsparcia), kwoty pożyczki oraz wielkości ciągłych. Kraj członkowski oraz MFW uzgadniają również kryteria dotyczące wdrażanych reform, które Fundusz będzie monitorował w ramach okresowych przeglądów realizacji programu dostosowawczego.<sup>31</sup> Po uzgodnieniu z Funduszem kształtu programu, kraj członkowski występuje do MFW z formalnym wnioskiem o przyznanie pomocy finansowej, który następnie rozpatrywany jest przez Radę Wykonawczą MFW. Pożyczka udzielana jest decyzją Rady, w której określa się kwotę pożyczki oraz okres, w jakim może być ona wykorzystana.

Oferowana na wyżej wymienionych zasadach pomoc finansowa MFW ma formułę porozumienia pożyczkowego (ang. *arrangement*), ze względu na fakt, że przyznanie pożyczki jest uwarunkowane wspólnymi ustaleniami pomiędzy MFW a krajem członkowskim odnośnie realizacji programu dostosowawczego.

Przyznanie krajowi członkowskiemu pomocy finansowej przez Fundusz spełnia dwie istotne funkcje. Po pierwsze, pozwala na podjęcie działań na rzecz rozwiązania problemów z bilansem płatniczym, a po drugie, jest sygnałem dla rynków finansowych, że kraj ten wszedł na drogę reform gospodarczych, co ma pozytywny wpływ na zwiększenie jego wiarygodności finansowej.

Podstawową zasadą stosowaną przez MFW przy przekazywaniu środków finansowych krajom członkowskim jest tzw. „zasada transz kredytowych”. Pierwsza transza w wysokości do 25% udziału członkowskiego (ang. *first credit tranche*) jest

---

<sup>30</sup> Zgodnie z Art. I pkt (v) oraz Art. V, Ustęp 3 (a) Umowy o MFW udostępnianie krajom członkowskim zasobów ogólnych Funduszu ma charakter czasowy.

<sup>31</sup> W podrozdziale III. B przedstawiono bardziej szczegółowe informacje dotyczące zasad dostępu do środków finansowych MFW.



uruchamiana na podstawie pozytywnej decyzji Rady Wykonawczej MFW w sprawie wniosku kraju-beneficjenta. Wniosek zawiera uzasadnienie oraz zobowiązanie władz kraju do podjęcia działań zmierzających do przewyciężenia trudności płatniczych. Natomiast wypłata każdej kolejnej transzy (ang. *upper tranche*) uzależniona jest od oceny skuteczności realizacji programu dostosowawczego przez pożyczkobiorcę i jest wypłacana (zazwyczaj w cyklu kwartalnym) po zatwierdzeniu przez Radę Wykonawczą MFW oceny wdrażania przez pożyczkobiorcę przyjętego programu dostosowawczego.

Zastosowanie powyższej procedury stanowi gwarancję, że pomocy finansowej MFW towarzyszy podjęcie przez pożyczkobiorcę działań niezbędnych dla rozwiązania problemów, które doprowadziły do destabilizacji bilansu płatniczego oraz, że dokona on zwrotu środków w wyznaczonym terminie. Środki dostępne w ramach transz kredytowych mogą być wykorzystywane przez pożyczkobiorcę na wszelkie działania związane z równoważeniem bilansu płatniczego.

Istotnym elementem w ramach pożyczkowej działalności MFW jest dostosowanie instrumentów finansowych Funduszu do zindywidualizowanych potrzeb państw członkowskich. Kwestia ta, a także rosnące potrzeby pożyczkowe krajów członkowskich spowodowane pogłębiającym się kryzysem finansowo-gospodarczym, leżały u podstaw przeprowadzonej przez MFW w marcu 2009 r. reformy instrumentów pożyczkowych.<sup>32</sup> Do najważniejszych zmian należały:

- wprowadzenie nowego instrumentu pożyczkowego o charakterze ostrożnościowym (Elastyczna Linia Kredytowa – ang. *Flexible Credit Line FCL*),
- zwiększenie elastyczności podstawowego instrumentu pożyczkowego MFW, jakim jest porozumienie pożyczkowe „Stand-by” (ang. *Stand-By Arrangement*),

---

<sup>32</sup> Komunikat MFW, nr 09/85 z dnia 24 marca 2009 r.

- dwukrotne zwiększenie górnego limitu pożyczkowego,
- likwidacja rzadko wykorzystywanych instrumentów pożyczkowych,<sup>33</sup>
- modyfikacja zasad warunkowości udzielania pożyczek,
- zmiany mające na celu uproszczenie systemu opłat pobieranych od udzielanych pożyczek.

3

W ramach dalszej reformy instrumentów pożyczkowych, w latach 2010-11, Fundusz dokonał modyfikacji Elastycznej Linii Kredytowej (sierpień 2010 r.<sup>34</sup>) oraz ustanowił (listopad 2011 r.) dwa nowe instrumenty: Ostrożnościową Linie Płynnościową<sup>35</sup> i Instrument Szybkiego Reagowania.<sup>36</sup> Podjęto również próby utworzenia specjalnego mechanizmu stabilizującego o charakterze globalnym (tzw. Globalny Mechanizm Stabilizacyjny – ang. *Global Stabilization Mechanism* GSM). Jednak wobec braku szerszego poparcia ze strony państw członkowskich, dalsze działania w tym zakresie zostały zawieszono. Powyższe kwestie, jak również reforma instrumentów z 2009 r. zostaną szerzej omówione w dalszej części rozdziału.

Dla państw członkowskich, które zamierzają skorzystać z pomocy finansowej Funduszu istotną kwestią jest wielkość środków w ramach przyznanych pożyczek. Skala dostępu do środków finansowych MFW uzależniona jest od wielkości udziałów członkowskich danego państwa. Obecnie, zgodnie z decyzją MFW z marca 2009 r., górny limit pożyczek wynosi 200% wartości udziału członkowskiego rocznie i nie więcej niż 600% łącznie – przed przyjęciem owej decyzji górne limity pożyczek wynosiły, odpowiednio, 100% i 300%.<sup>37</sup> Podjęcie decyzji o zwiększeniu limitów uzasadniano rosnącą niepewnością na rynkach

<sup>33</sup> Do instrumentów tych należały: *Short-Term Liquidity Facility*, *Supplemental Reserve Facility*, *Complementary Financing Facility*.

<sup>34</sup> Komunikat MFW, nr 10/321 z dnia 30 sierpnia 2010 r.

<sup>35</sup> Wcześniej funkcjonująca jako Ostrożnościowa Linia Kredytowa (ang. *Precautionary Credit Line-PCL*) utworzona w lipcu 2010 r.

<sup>36</sup> Decyzja nr 15015- (11/112) Rady Wykonawczej MFW z dnia 21 listopada 2011 r.

<sup>37</sup> Decyzja nr 14064-(08/18) Rady Wykonawczej MFW z dnia 22 lutego 2008 r., zmieniona Decyzją nr 14284-(09/29) z 24 marca 2009 r.

finansowych w kontekście kryzysu oraz faktem, że wielkość środków dostępnych w ramach wcześniej obowiązujących limitów uległa znacznemu zmniejszeniu w stosunku do wielkości globalnego PKB oraz skali przepływów handlowych i kapitałowych.

W wyjątkowych sytuacjach Fundusz może przyznać dostęp do środków finansowych przekraczający wyżej wymienione limity. Jest to tzw. dostęp na zasadach szczególnych (ang. *exceptional access*). Jego uzyskanie możliwe jest po dokonaniu przez MFW indywidualnej oceny kraju borykającego się z trudnościami finansowymi i gospodarczymi. Rada Wykonawcza MFW podejmuje decyzję o zatwierdzeniu zwiększonego dostępu jeśli spełnione są następujące kryteria:<sup>38</sup>

- zrównoważenie bilansu płatniczego kraju wymaga dostępu do środków na poziomie przekraczającym ustalone standardowe górne limity;
- istnieje wysokie prawdopodobieństwo zrównoważenia długu publicznego w średnim okresie;
- kraj członkowski ma perspektywę uzyskania dostępu do rynków kapitałowych w okresie, w którym korzysta z finansowania MFW;
- program dostosowawczy kraju-beneficjenta gwarantuje znaczące szanse powodzenia.

W kontekście działań MFW w okresie kryzysu finansowego i gospodarczego z 2008 r. warto podkreślić, że wszystkim krajom<sup>39</sup>, które zwróciły się o pomoc MFW w 2008 r. Fundusz umożliwił dostęp do środków na szczególnych zasadach.<sup>40</sup> W przypadku Islandii, Łotwy i Węgier wartość środków przyznanych przez MFW ponad dziesięciokrotnie przekraczała wartość ich udziałów członkowskich, w przypadku Ukrainy ośmiokrotnie, a w przypadku Pakistanu pięciokrotnie. Również

---

<sup>38</sup> Warunki określone są w Decyzji nr 14284-(09/29) Rady Wykonawczej MFW z dnia 24 marca 2009 r.

<sup>39</sup> Wyjątek stanowią Seszele.

<sup>40</sup> Obowiązujący wówczas górny limit pożyczek wynosił 100% udziału członkowskiego rocznie oraz 300% udziału łącznie.

w latach 2009-2011 zdecydowana większość pożyczek MFW przyznawana była na zasadach szczególnych tj. wielkość przyznanej pomocy finansowej przekraczała standardowe górne limity.

Pożyczki udzielane krajom członkowskim podlegają opłatom wynikającym z uregulowań MFW.<sup>41</sup> W ramach reformy działalności pożyczkowej Funduszu z marca 2009 r., MFW znacznie uprościł system pobieranych opłat oraz ujedynolili ich wysokość. Podstawowy koszt dostępu do środków finansowych MFW stanowi stopa oprocentowania<sup>42</sup> (ang. *rate of charge*), na którą składa się stopa procentowa SDR<sup>43</sup> oraz ustalana okresowo marża, która obecnie wynosi 100 bp. Pozostałe opłaty stanowią:

- tzw. opłata za gotowość (ang. *commitment fee*) z tytułu udostępnienia pożyczki. Opłata ta jest uiszczana na początku każdego kolejnego 12-miesięcznego okresu udostępnienia środków. Opłata naliczana jest jednorazowo i zależna jest od wysokości pożyczki. Opłata wynosi: 15 bp. od kwoty pożyczki dla pożyczek mniejszych niż 200% udziału członkowskiego, 30 bp. od kwoty pożyczki przekraczającej 200% udziału członkowskiego i mniejszej niż 1000% udziału oraz 60 bp. od kwoty pożyczki przekraczającej 1000% udziału członkowskiego państwa-beneficjenta. Opłata jest zwracana, jeśli kraj członkowski zdecyduje się wykorzystać udostępnione środki, proporcjonalnie do wielkości wykorzystania, lub jeśli zrezygnuje z pożyczki w trakcie okresu udostępnienia.
- opłata manipulacyjna (ang. *service charge*) w wysokości 0,5%, pobierana od każdej ciągniętej transzy pożyczki.
- opłata dodatkowa (ang. *surcharge*):

<sup>41</sup> Umowa o MFW, Art. V, Ustęp 8 oraz Regulamin MFW (ang. *by-laws*) pkt I-8(a), (b).

<sup>42</sup> Zgodnie z Regulaminem MFW (ang. *by-laws*) pkt I-6(4) stopa oprocentowania (ang. *rate of charge*) ustalana jest na poziomie zapewniającym pokrycie kosztów Funduszu związanych z pośrednictwem kredytowym, a także akumulację rezerw.

<sup>43</sup> Stopa procentowa SDR ustalana jest co tydzień w oparciu o średnią ważoną stóp procentowych instrumentów krótkoterminowych stosowanych na rynkach państw, których waluty wchodzi w skład koszyka walutowego.

- ✓ dla części wykorzystanej pożyczki mniejszej niż 300% udziału członkowskiego kraju beneficjenta: opłata jest równa zero.
- ✓ dla części wykorzystanej pożyczki większej niż 300% udziału członkowskiego, która pozostaje niespłacona przez okres krótszy niż 36 miesięcy: opłata równa jest 200 bp.
- ✓ dla części wykorzystanej pożyczki większej niż 300% udziału członkowskiego, która pozostaje niespłacona po 36 miesiącach: opłata równa jest 300 bp.

Kierując się potrzebą udzielenia szybkiej pomocy krajom doświadczającym problemów związanych z bilansem płatniczym i stanowiących poważne zagrożenie dla ich stabilności finansowej, MFW utworzył specjalną procedurę umożliwiającą szybszy dostęp do finansowania (ang. *Emergency Financing Mechanism*).<sup>44</sup> Zgodnie z tą procedurą, po uzgodnieniu programu pomocowego z krajem członkowskim, Rada Wykonawcza MFW - w przyspieszonym trybie (w ciągu maksymalnie 3 dni) - rozpatruje wniosek o przyznanie pożyczki. Wnioski o udzielenie pożyczki nieobjęte wyżej wymienioną procedurą rozpatrywane są, co do zasady, w terminie około 3 tygodni. Procedura umożliwiająca szybszy dostęp do finansowania MFW została zastosowana po raz pierwszy podczas kryzysu azjatyckiego w 1997 r. Była również stosowana w kolejnych latach, w tym w szerokim zakresie w czasie kryzysu finansowo-gospodarczego zapoczątkowanego w 2008 r. - z szybkiej ścieżki dostępu do finansowania MFW skorzystały: Armenia, Gruzja, Węgry, Islandia, Łotwa, Pakistan oraz Ukraina (2008-09), a także Grecja i Irlandia (2010 r.).

## B. Uwarunkowania pomocy finansowej Funduszu

Podstawy prawne dotyczące warunków udzielania pożyczek przez MFW zawarte są w Umowie o MFW.<sup>45</sup> Ustalane przez Fundusz zasady dostępu do środków finansowych określane są jako warunkowość (ang. *conditionality*) i polegają na konieczności spełnienia przez państwo członkowskie określonych

<sup>44</sup> Komunikat z posiedzenia Rady Wykonawczej MFW, nr 95/85 z dnia 12 września 1995 r.

<sup>45</sup> Umowa o MFW, Art. V, Ustęp 3 (a).

warunków w zamian za możliwość uzyskania finansowania ze strony MFW. Warunki te wpisane są w ramy programu dostosowawczego, który kraj członkowski zobowiązuje się realizować w zamian za udostępnienie pomocy finansowej. Program jest uzgodnionym z MFW kompleksowym planem reform gospodarczych, których realizacja ma na celu przywrócenie równowagi makroekonomicznej, w tym bilansu płatniczego, jak również zbudowanie trwałych podstaw stabilnego rozwoju gospodarczego. Warunkując przyznanie pomocy finansowej, Fundusz kieruje się kilkoma podstawowymi zasadami, do których należą:<sup>46</sup>

- odpowiedzialność kraju członkowskiego za wybór, opracowanie oraz skuteczne wdrożenie programu dostosowawczego,
- dostosowanie programów do indywidualnych potrzeb krajów członkowskich,
- precyzyjne określanie przez Fundusz warunków do spełnienia przez kraj-beneficjenta,
- koncentrowanie się na kryteriach mających kluczowe znaczenie dla realizacji programu dostosowawczego.

Realizacja wyżej wymienionego programu podlega okresowemu przeglądowi przez MFW. W ramach przeglądu Fundusz - w oparciu o tzw. kryteria wykonawcze (ang. *performance criteria*) - dokonuje oceny i kontroli zgodności ustalonych założeń z faktyczną realizacją programu. Pozytywna ocena MFW dotycząca realizacji uzgodnionego programu warunkuje prawo uzyskania dostępu przez dane państwo do kolejnej transzy pożyczki. Ten rodzaj uwarunkowania *ex post*, zgodnie z którym dostęp do środków finansowych MFW uzależniony jest od osiągnięcia satysfakcjonujących postępów w realizacji programu dostosowawczego, stosowany jest w większości instrumentów pożyczkowych Funduszu.

Wspomniane wyżej kryteria wykonawcze oceny programów przez MFW dzielą się na dwa podstawowe rodzaje: (i) kryteria ilościowe (ang. *quantitative*

---

<sup>46</sup> MFW (2010), *Operational Guidance to IMF Staff on the 2002 Conditionality Guidelines, Revised, January 25, 2010.*

*performance criteria*) oraz (ii) kryteria jakościowe, zwane również strukturalnymi (ang. *structural performance criteria*), które od maja 2009 r. zastąpione zostały tzw. wskaźnikami strukturalnymi (ang. *structural benchmarks*).<sup>47</sup>

Kryteria ilościowe wynikają z makroekonomicznych uwarunkowań programów dostosowawczych i mogą dotyczyć np. poziomu długu publicznego, deficytu budżetowego, rezerw walutowych, zadłużenia zagranicznego, jak również poziomu wartości netto aktywów krajowych banku centralnego. Natomiast kryteria jakościowe/strukturalne ukierunkowane są na poprawę efektywności ekonomicznej gospodarki oraz zwiększenia jej konkurencyjności i mogą dotyczyć np. realizacji reformy podatków, rynku pracy, systemu bankowego, lub prywatyzacji.

Do lat 80. XX wieku, w programach dostosowawczych Fundusz w znacznym stopniu koncentrował się na stosowaniu kryteriów ilościowych. Jednak w kolejnych latach w coraz szerszym zakresie stosowane były kryteria strukturalne. Ta zmiana podejścia wynikała z dwóch zasadniczych powodów. Po pierwsze, Fundusz spotykał się z argumentami, że skupiając się na rozwiązywaniu problemów związanych z bilansem płatniczym, niewystarczającą wagę przywiązuje do zwiększania wzrostu gospodarczego, co – w długim okresie - możliwe jest do osiągnięcia dzięki realizacji strukturalnych reform gospodarczych zwiększających wzrost potencjalny. Po drugie, od lat 80. Fundusz w coraz szerszym zakresie udzielał pożyczek krajom o niskim dochodzie oraz krajom znajdującym się w okresie przekształceń gospodarczych, których sytuacja wymagała realizacji reform strukturalnych, których postęp powinien być monitorowany.

Z upływem lat MFW stał się jednak przedmiotem krytyki zarówno części krajów członkowskich, jak i organizacji pozarządowych, które wskazywały na nadmierne wymagania ze strony Funduszu w zakresie ustalania kryteriów strukturalnych<sup>48</sup>. Krytykę potęgowało tofakt, że brak spełnienia kryteriów

---

<sup>47</sup> Szersza informacja w dalszej części rozdziału.

<sup>48</sup> (IEO 2007), *Structural Conditionality in IMF-Supported Programs, Independent Evaluation Office of the IMF, Evaluation Report, 2007.*



strukturalnych skutkowało wstrzymaniem wypłaty kolejnej transzy kredytu. W konsekwencji, wiele państw-beneficjentów w czasie okresowych przeglądów korzystało z możliwości wystąpienia do Funduszu z wnioskiem o odstąpienie (ang. *waiver*) od stosowania tych kryteriów, z których nie były w stanie wywiązać się w terminie, a które - w opinii MFW - nie zagrażały realizacji całego programu. Sytuacja taka powodowała jednak wrażenie, że dane państwo ma trudności z wdrażaniem zalecanych reform, co z kolei było negatywnie odbierane przez rynki finansowe i nakładało na pożyczkobiorcę stygmat kraju, który nie radzi sobie z problemami gospodarczymi.

Kierując się potrzebą zmiany podejścia do warunkowości udzielanej pomocy, MFW - w ramach przyjętego pakietu reform instrumentów pożyczkowych - od 1 maja 2009 r. formalnie zaprzestał stosowania kryteriów strukturalnych do oceny postępu wdrażanych programów dostosowawczych.<sup>49</sup> Należy zaznaczyć, że zmiana ta ma jednak symboliczne znaczenie, gdyż kryteria strukturalne zastąpione zostały tzw. wskaźnikami strukturalnymi (ang. *structural benchmarks*). Dzięki temu rozwiązaniu proces wdrażania reform strukturalnych przez poszczególne kraje-pożyczkobiorców jest wciąż monitorowany podczas przeglądów programów dostosowawczych. Jednakże niewypełnienie tych wskaźników w wyznaczonym terminie nie powoduje wstrzymania wypłaty kolejnej transzy pożyczki. Kolejną istotną zmianą w zakresie warunkowości wprowadzoną w ramach działań Funduszu w reakcji na kryzys z roku 2008 było utworzenie instrumentów finansowych, do których dostęp uzależniony jest od spełnienia kryteriów kwalifikacyjnych na zasadzie *ex-ante*, a nie jak dotychczas, od realizacji tradycyjnej formy uwarunkowań na zasadzie *ex-post*. Do instrumentów tych należą Elastyczna Linia Kredytowa (ang. *Flexible Credit Line*) oraz Instrument Szybkiego Reagowania (ang. *Rapid Financing Instrument*). Fundusz dysponuje również instrumentem o nazwie Ostrożnościowa Linia Płynnościowa (ang. *Precautionary and Liquidity Line*), który podlega zarówno pewnym kryteriom kwalifikacyjnym w formule *ex-ante*, jak i okresowej ocenie

---

<sup>49</sup> Decyzja nr 14283-(09/29) Rady Wykonawczej MFW z dnia 24 marca 2009 r.



realizacji programu dostosowawczego (*ex-post*). Szersza informacja na temat powyższych instrumentów została przedstawiona w dalszej części rozdziału.

Niektóre programy dostosowawcze uzgadniane od drugiej połowy 2008 r. – w odróżnieniu od programów projektowanych w latach 80. i 90. XX w. – zawierały zalecenia zwiększania wydatków socjalnych i tworzenia sieci bezpieczeństwa socjalnego (np. Jamajka, Łotwa, Pakistan, Salwador, Tadżykistan), a także zalecenia dotyczące prowadzenia ekspansywnej polityki fiskalnej (np. Kostaryka, Gwatemala)<sup>50</sup>. W przypadku Ukrainy, aby zapobiec m.in. wstrzymaniu wydatków socjalnych, 1/4 środków MFW została skierowana bezpośrednio do budżetu państwa<sup>51</sup>. Także i program dostosowawczy Ukrainy umożliwił zwiększenie wydatków socjalnych.

Jak zauważają autorzy raportu NBP<sup>52</sup>, ogłoszenie przez MFW w roku 2011 uwzględnienia prac nad ramami zarządzania napływem kapitału zostało odczytane jako uznanie ograniczeń w przepływie kapitału za pełnoprawny instrument polityki gospodarczej, którego zastosowanie nie powinno być jednak substytutem prowadzenia dobrej polityki makroekonomicznej. Należy zauważyć, że polityka Funduszu w odniesieniu do liberalizacji i zarządzania przepływami kapitałowymi istotnie zmieniła się w następstwie kryzysu rozpoczętego w 2008 r. i obecnie odbiega od polityki lat 90. XX w., kiedy to MFW dążył do szybkiej globalnej deregulacji międzynarodowych przepływów finansowych.<sup>53</sup> W serii oficjalnych dokumentów, poczynając od 2010 r., Fundusz przyznaje bowiem, że liberalizacja rachunku kapitałowego jest raczej celem długoterminowym, a odpowiedni jej

<sup>50</sup> *A Changing IMF – Responding to the Crisis*, IMF Factsheet, International Monetary Fund, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/changing.htm> (16.03.2011).

<sup>51</sup> MFW (2011), *Ukraine. Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2008 Stand-by Arrangement*, International Monetary Fund, Washington D.C.

<sup>52</sup> NBP (2012), *Przepływy kapitału w krajach rozwijających się*, Instytut Ekonomiczny, Narodowy Bank Polski, Warszawa. <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/przeplywy/index.html>.

<sup>53</sup> Bretton Woods Project (2012), *Will the IMF “make history” with a new view on capital flows?*, 22 luty 2012, <http://brettonwoodsproject.org/art.shtml?x=570764>; Financial Times (2012), Kevin P. Gallagher, Stephany Griffith-Jones, José Antonio Ocampo (2012), *Historic moment for the IMF*, Financial Times, May 29, 2012.

poziom i tempo powinny zależeć od specyficznych uwarunkowań krajowych.<sup>54</sup> Ponieważ, jak przyznaje MFW, kryzys uwypuklił istnienie ryzyka dla stabilności finansowej związane z przepływami kapitałowymi, zarządzanie tym ryzykiem może wymagać czasowego wprowadzenia środków ograniczających przepływy kapitałowe i to zarówno od strony napływu, jak i odpływu kapitału.<sup>55</sup> W odniesieniu do odpływu kapitału MFW dopuszcza wprowadzanie czasowych ograniczeń zarówno podczas kryzysu, ale także w sytuacji przedkryzysowej.<sup>56</sup> Praktyczne odzwierciedlenie zmian w podejściu do ograniczeń przepływu kapitału miało miejsce na przykład w programach dostosowawczych Islandii i Ukrainy. Fundusz także popierał ich stosowanie przez Brazylię i Indie.<sup>57</sup>

### C. Katalog instrumentów pożyczkowych

Obecny system instrumentów pożyczkowych MFW można podzielić na dwie główne grupy: (i) porozumienia pożyczkowe na zasadach ogólnych oraz (ii) porozumienia na warunkach preferencyjnych, które kierowane są do krajów najuboższych. Zestawienie instrumentów pożyczkowych stosowanych przez MFW wraz z ich podstawowymi elementami zawiera tabela załączona na końcu opracowania.

Pożyczki MFW udzielane na zasadach ogólnych dla krajów członkowskich finansowane są z Rachunku Zasobów Ogólnych (ang. *General Resources Account*). Jest to najważniejszy rachunek Funduszu, na którym gromadzone są środki pochodzące z opłaconych udziałów członkowskich oraz zasoby pożyczone przez Fundusz od państw członkowskich w ramach Nowych Porozumień Pożyczkowych

<sup>54</sup> MFW (2010), *The IMF's Role Regarding Cross-Border Capital Flows*, IMF Policy Paper, International Monetary Fund Washington D.C.; Baqir, Reza i inn. (2011), *Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework*, IMF Policy Paper (SM/11/30), International Monetary Fund, Washington D.C.; MFW (2012), *Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows*, IMF Policy Paper (SM/12/55), International Monetary Fund, Washington D.C.; MFW (2012), *The Liberalization and Management of Capital Flows—An Institutional View*, International Monetary Fund, Washington D.C.

<sup>55</sup> MFW (2012), *Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows*, op.cit.

<sup>56</sup> Ibidem.

<sup>57</sup> <http://www.deccanherald.com/content/127011/imf-backs-capital-controls-brazil.html>.

(ang. *New Arrangements to Borrow- NAB*), Ogólnych Porozumień Pożyczkowych (ang. *General Arrangements to Borrow - GAB*) oraz pożyczek dwustronnych.

Drugim rodzajem rachunków są tzw. rachunki powiernicze (*trust funds*). Rachunki te tworzone są z inicjatywy krajów członkowskich i są jedynie administrowane przez MFW w ich imieniu. Środki w ramach tych rachunków, co do zasady, przeznaczane są dla krajów najuboższych na wspieranie reform gospodarczych mających na celu wzmacnianie równowagi bilansów płatniczych oraz stwarzanie podstaw dla trwałego wzrostu gospodarczego i ograniczanie ubóstwa. Środki pochodzą z wpłat państw członkowskich w formie darowizn oraz pożyczek, a także z zasobów własnych MFW (np. z części zysku ze sprzedaży złota przez Fundusz). Największym rachunkiem powierniczym jest fundusz wspierający ograniczanie ubóstwa i wzrost gospodarczy (ang. *Poverty Reduction and Growth Trust - PRGT*). Środki przekazywane na PRGT przez donatorów i pożyczkodawców są udostępniane przez Fundusz – jako administratora rachunku - w formie pożyczek krajom najuboższym.

### ***Porozumienia pożyczkowe na zasadach ogólnych***

Główną formą pomocy finansowej oferowanej przez MFW jest pomoc kredytowa na zasadach ogólnych, czyli uwarunkowana programami dostosowawczymi. Dwa podstawowe instrumenty finansowe należące do tej kategorii pomocy to porozumienie pożyczkowe „*Stand-by*” (ang. *Stand-By Arrangement - SBA*) oraz instrument finansowy rozszerzonego wsparcia (ang. *Extended Fund Facility - EFF*).

**Porozumienie pożyczkowe „*Stand-by*” (SBA)** - funkcjonujące od 1952 r. - stanowi podstawową formę wsparcia finansowego udzielanego przez MFW krajom o średnim dochodzie, a w ostatnim czasie (tj. od 2008 r.) również krajom rozwiniętym w przypadku krótkoterminowych potrzeb/trudności w zrównoważeniu bilansu płatniczego. Środki finansowe w ramach SBA udostępniane są zgodnie z zasadą transz kredytowych na okres od 12 do 18 miesięcy, z możliwością przedłużenia maksymalnie do 3 lat. Okres spłaty każdej transzy wypłaconej w

ramach pożyczki rozpoczyna się w dacie następującej 3¼ roku po wypłaceniu transzy i kończy się w dacie przypadającej 5 lat po wypłaceniu transzy. Spłata odbywa się w ratach kwartalnych.

Kraj członkowski	Data przyznania	Data wygaśnięcia	Kwota w SDR (mln)	% udziału członkowskiego	Wykorzystano w SDR (mln)*
Malediwy	04/12/2009	03/12/2012	49,2	492%	8,2
Irak	24/02/2010	23/02/2013	2 376,8	200%	1 069,6
Antigua i Barbuda	07/06/2010	06/06/2013	67,5	500%	40,5
Ukraina	28/07/2010	27/12/2012	10 000	728%	2 250
Saint Kitts i Nevis	27/07/2011	26/07/2014	52,5	590%	40
Kosowo	27/04/2012	26/12/2012	90,9	154%	43,3
Jordania	03/08/2012	02/08/2015	1 364	800%	255,8
Bośnia i Hercegowina	26/09/2012	25/09/2014	338,2	200%	50,8

\* do 25 października 2012 r.

**Tabela III-1: Państwa członkowskie, które korzystają z porozumienia pożyczkowego SBA (stan na 25 października 2012 r.)**

Źródło: na podstawie informacji zamieszczonych na stronie internetowej MFW: „*IMF Lending Arrangements*”.

Porozumienie SBA może mieć również charakter ostrożnościowy, gdy kraj członkowski deklaruje, że nie zamierza wypłacać środków w ramach SBA, a traktuje je wyłącznie jako zabezpieczenie działań na rzecz zwiększenia zaufania do realizowanej polityki gospodarczej oraz ułatwienia dostępu do rynków finansowych. W marcu 2009 r. MFW umożliwił stosowanie SBA jako regularnego instrumentu zarówno w przypadku rzeczywistych, jak i potencjalnych potrzeb bilansu płatniczego.

Kraj członkowski	Data przyznania	Data wygaśnięcia	Kwota w SDR (mln)	% udziału członkowskiego
Salwador	17/03/2010	16/03/2013	513	300%
Rumunia	31/03/2011	30/03/2013	3 000	300%
Serbia	29/09/2011	28/03/2013	935,4	200%
Gruzja	11/04/2012	10/04/2014	125	83,5%

**Tabela III-2: Państwa członkowskie, które korzystają z SBA jako instrumentu o charakterze ostrożnościowym (stan na 25 października 2012 r.)**

Źródło: na podstawie informacji zamieszczonych na stronie internetowej MFW: „*IMF Lending Arrangements*”.

W ramach reformy instrumentów pożyczkowych z marca 2009 r. Fundusz uelastycznił zasady korzystania z SBA, wprowadzając następujące zmiany:

- wysokość SBA o charakterze ostrożnościowym ustalana w zależności od indywidualnych, potencjalnych potrzeb państw członkowskich;
- wprowadzenie możliwości wcześniejszego otrzymania środków (ang. *frontloading*);
- zmniejszenie częstotliwości okresowych przeglądów (z kwartalnych na półroczne) w przypadkach uzasadnionych sytuacją gospodarczą.

Głównym celem powyższych zmian było umożliwienie łatwiejszego dostępu do środków krajom z grupy gospodarek rozwijających się, które nie spełniają kryteriów dostępu do utworzonej w marcu 2009 r. Elastycznej Linii Kredytowej.

**Instrument finansowy rozszerzonego wsparcia** (*Extended Fund Facility* - EFF) został utworzony w 1974 r. w celu udzielania pożyczek krajom członkowskim MFW przeżywającym trudności bilansu płatniczego o charakterze strukturalnym, a więc długoterminowym.

Do marca 2012 r. dostęp do środków finansowych w ramach EFF przyznawany był na okres trzech lat, z możliwością przedłużenia o rok. W celu uelastyczenia instrumentu, w marcu 2012 r. (przed zatwierdzeniem drugiego programu pomocowego dla Grecji), MFW wprowadził zmianę umożliwiającą przyznanie dostępu do środków na okres 4 lat, gdy jest to uzasadnione koniecznością realizacji głębokich reform strukturalnych.<sup>58</sup> Zmiana ta pozwala na lepsze zaplanowanie procesu wdrażania reform w dłuższym okresie. Podobnie jak przy pożyczkach SBA, dostęp do środków w ramach EFF uzależniony jest od oceny skuteczności wdrażania programu dostosowawczego. Również jak przy SBA, w sytuacjach wyjątkowych, zgodnie z dostępem na zasadach szczególnych (ang. *„exceptional access”*), MFW może udzielić pożyczki w ramach EFF powyżej ustalonych limitów (tj. do 200% rocznie i do 600% łącznie). Instrument finansowy

<sup>58</sup> Komunikat MFW, nr 12/25 z dnia 14 marca 2012 r.

EFF co do zasady nie ma charakteru ostrożnościowego i nie jest przyznawany w związku z potencjalnymi problemami w bilansie płatniczym. Okres spłaty pożyczki w ramach EFF jest dłuższy niż w przypadku SBA i rozpoczyna się w dacie następującej 4½ roku po wypłaceniu każdej transzy, a kończy się z upływem 10 lat od daty dokonania ciągnięcia. Spłata odbywa się w ratach półrocznych.

Kraj członkowski	Data przyznania	Data wygaśnięcia	Kwota w SDR (mln)	% udziału członkowskiego	Wykorzystano w SDR (mln)*
Seszele	23/12/2009	22/12/2012	19,8	182%	18,5
Mołdawia	29/01/2010	28/01/2013	184,8	150%	113,1
Armenia	28/06/2010	27/06/2013	133,4	145%	87,5
Irlandia	16/12/2010	15/12/2013	19 465,8	1 547%	15 785,5
Portugalia	20/05/2011	19/05/2014	23 742	2 305%	17 143
Grecja	15/03/2012	14/03/2016	23 785,3	2 159%	1 399,1

\* do 25 października 2012 r.

**Tabela III-3: Państwa członkowskie, które korzystają z porozumienia pożyczkowego EFF (stan na 25 października 2012 r.)**

Źródło: na podstawie informacji zamieszczonych na stronie internetowej MFW: „*IMF Lending Arrangements*”.

- Nowe instrumenty pożyczkowe MFW utworzone w odpowiedzi na kryzys finansowy i gospodarczy

Światowy kryzys finansowy i gospodarczy z 2008 r., uwidoczniał potrzebę zbudowania bardziej efektywnej i odpornej na szoki zewnętrzne globalnej sieci bezpieczeństwa finansowego, której istotnym elementem są antykryzysowe instrumenty finansowe MFW. W odpowiedzi na te wyzwania Fundusz utworzył dwa nowe instrumenty:

- Elastyczną Linie Kredytową (ang. *Flexible Credit Line*),
- Ostrożnościową Linie Kredytową (ang. *Precautionary Credit Line*), zastąpioną przez Ostrożnościową Linie Płynnościową (ang. *Precautionary and Liquidity Line*).

**Elastyczna Linia Kredytowa** (ang. *Flexible Credit Line - FCL*) utworzona została w marcu 2009 r. jako instrument ostrożnościowy, który zapobiegać ma

wybuchowi i rozprzestrzenieniu się kryzysu finansowego i gospodarczego w państwach o bardzo mocnych podstawach gospodarczych i finansowych.<sup>59</sup>

MFW już w 1999 r., w odpowiedzi na kryzys azjatycki, podjął próbę stworzenia linii kredytowej o charakterze ostrożnościowym, przeznaczonej dla stabilnych i dobrze zarządzanych gospodarek (tj. *Contingent Credit Line, CCL*<sup>60</sup>). Jej głównym zadaniem była ochrona przed negatywnymi wpływami zewnętrznych kryzysów finansowo-gospodarczych oraz nagłą utratą zaufania rynkowego spowodowanego tzw. efektem zakażenia (ang. *contagion effect*). Linia była dostępna przez pięć lat (1999 – 2003). Jednak w tym okresie żadne z państw z niej nie skorzystało. Głównym powodem braku zainteresowania tym instrumentem była obawa, że państwa, które skorzystają z CCL będą postrzegane przez uczestników rynku jako zagrożone problemami gospodarczymi. Ponadto w tym okresie kraje preferowały akumulowanie rezerw niż korzystanie z pożyczek oferowanych przez MFW.

Ze środków dostępnych w ramach FCL korzystać mogą kraje spełniające wcześniej ustalone rygorystyczne kryteria kwalifikacyjne (ang. *ex-ante conditionality*), potwierdzające silne fundamenty gospodarcze. Uzyskanie dostępu do FCL przez dany kraj ma sygnalizować zaufanie MFW do gospodarki i polityki gospodarczej tego kraju oraz jego zdolności do podjęcia, w razie potrzeby, stosownych zmian w polityce makroekonomicznej. Dla uzyskania przez państwo członkowskie dostępu do środków w ramach FCL wymagane jest spełnienie wszystkich lub większości z poniższych kryteriów:

- zrównoważona pozycja zewnętrzna;
- rachunek obrotów kapitałowych zdominowany przez przepływy prywatne;

---

<sup>59</sup> Decyzja nr 14283-(09/29) Rady Wykonawczej MFW z dnia 24 marca 2009 r.

<sup>60</sup> Decyzja nr 11942-(99/48) Rady Wykonawczej MFW z dnia 23 kwietnia 1999 r.



- stały dostęp - na korzystnych warunkach - do międzynarodowych rynków kapitałowych;
- odpowiedni poziom rezerw walutowych;
- prawidłowy stan finansów publicznych, w tym zrównoważona pozycja w zakresie długu publicznego;
- niski i stabilny poziom inflacji, w kontekście prawidłowej polityki pieniężnej i kursowej;
- brak problemów z wypłacalnością banków, powodujących ryzyko systemowego kryzysu bankowego;
- sprawny nadzór nad sektorem finansowym;
- przejrzystość i rzetelność danych finansowych.

Po podjęciu decyzji o przyznaniu dostępu do FCL cała kwota linii zostaje oddana do dyspozycji wnioskującego kraju członkowskiego (zasada *upfront access*). Tym samym, to kraj członkowski podejmuje decyzję o skorzystaniu bądź nie ze środków, do których ma otwarty dostęp w ustalonym okresie. Wypłata z przyznanej linii nie jest więc uwarunkowana realizacją reform, czy jakkolwiek inną formą monitoringu w trakcie okresu kredytowania (brak warunkowości *ex-post*).

Zgodnie z decyzją MFW z 2009 r. środki w ramach FCL były udostępniane krajom członkowskim na okres od 6 do 12 miesięcy, a dorozumiany górny limit kredytu wynosił 1000% udziału członkowskiego.<sup>61</sup> Jednakże odpowiadając m.in. na wezwanie państw grupy G20 do wzmocnienia „globalnych ram bezpieczeństwa finansowego”<sup>62</sup>, MFW zdecydował - w sierpniu 2010 r.<sup>63</sup> - o wprowadzeniu zmian

<sup>61</sup> Ustanawiając FCL w roku 2009, Rada Wykonawcza MFW wyraziła oczekiwanie, że pomimo braku górnego limitu dostępu do tego instrumentu, kwota udostępniona w ramach FCL nie przekroczy 1000% udziału członkowskiego. w dokumencie MFW: ‘*The Flexible Credit Line-Guidance and Operational Issues*’ z 2 listopada 2009 r. wskazuje się: ‘*Cumulative access under the FCL would not normally be expected by staff to exceed 1000% quota.*’

<sup>62</sup> Deklaracja Przywódców G-20 przyjęta na szczycie w Toronto, 26-27 czerwca 2010 r.

<sup>63</sup> Decyzja nr 14283-(09/29) Rady Wykonawczej MFW z dnia 24 marca 2009 r., zmieniona Decyzją nr 14714-(10/83) z dnia 30 sierpnia 2010 r.



mających na celu dalsze wzmocnienie Elastycznej Linii Kredytowej. Przyjęte zmiany obejmowały:

- wydłużenie okresu dostępu do FCL do 12 lub 24 miesięcy, z okresowym przeglądem przeprowadzonym przez MFW po upływie 12 miesięcy obowiązywania FCL (w przypadku FCL przyznanego na 24 miesiące). Celem przeglądu jest ustalenie, czy kraj-pożyczkobiorca nadal spełnia kryteria kwalifikacyjne,
- rezygnację z dorozumianego limitu kredytowego w wysokości 1000% udziału członkowskiego – obecnie decyzja o wysokości przyznawanej FCL jest podejmowana indywidualnie dla każdego kraju członkowskiego i stosownie do jego potrzeb finansowych,
- Rada Wykonawcza MFW została zobowiązana do wstępnej oceny wielkości rozważanej pomocy oraz jej wpływu na płynność finansową Funduszu.

Okres spłaty wykorzystanych w ramach FCL środków rozpoczyna się w dacie następującej 3¼ roku po wypłaceniu każdej transzy i kończy się w dacie przypadającej 5 lat po dokonaniu ciągnięcia. Spłata odbywa się w ratach kwartalnych. Dotychczas dostęp do FCL został przyznany trzem państwom: Kolumbii, Meksykowi oraz Polsce. Wszystkie te kraje traktują FCL jako instrument ostrożnościowy.

Kraj	Data przyznania	Data wygaśnięcia	Kwota (mld SDR)	% udziału członkowskiego
Polska	06/05/2009	05/05/2010	13,69	1000%
	02/07/2010	21/01/2011	13,69	1000%
	21/01/2011	20/01/2013	19,166	1400%
Meksyk	17/04/2009	25/03/2010	31,5	1000%
	25/03/2010	10/01/2011	31,5	1000%
	10/01/2011	09/01/2013	47,29	1500%
Kolumbia	11/05/2009	07/05/2010	6,96	900%
	07/05/2010	06/05/2011	2,32	300%
	06/05/2011	05/05/2013	3,87	500%

**Tabela III-4: Kraje, które uzyskały dostęp do Elastycznej Linii Kredytowej**

Źródło: na podstawie informacji zamieszczonych na stronach internetowych MFW.

**Ostrożnościowa Linia Kredytowa** (ang. *Precautionary Credit Line - PCL*) została utworzona w 2010 r.,<sup>64</sup> jako instrument finansowy przeznaczony dla państw, które nie spełniały rygorystycznych kryteriów pozyskania dostępu do środków w ramach FCL.

Państwa ubiegające się o dostęp do PCL oceniane były łagodniej niż w przypadku dostępu do FCL oraz pod kątem mniejszej liczby kryteriów kwalifikacyjnych dotyczących następujących obszarów:

- pozycja zewnętrzna i dostęp do rynku,
- polityka budżetowa,
- polityka monetarna,
- stan i nadzór nad sektorem finansowym,
- przejrzystość i poprawność danych statystycznych.

Dostęp do PCL mógł zostać przyznany również tym państwom, których wyniki nie były w pełni zadowalające w jednym lub dwóch z powyższych obszarów. W przeciwieństwie do zasad obowiązujących w FCL, państwa zamierzające skorzystać ze środków w ramach PCL musiały przyjąć warunki Funduszu w obszarze oceny realizacji polityki budżetowej i finansowej (ang. *ex-post conditionality*). Postępy w ramach wyżej wymienionych obszarach poddawane miały być półrocznej kontroli.

Środki w ramach PCL udostępniane były na okres od 12 do 24 miesięcy. Początkowy limit pożyczki wynosił 500% udziału członkowskiego, a po 12 miesiącach od momentu przyznania PCL, mógł on zostać podniesiony do 1000%. Podobnie jak w przypadku FCL, okres spłaty środków wykorzystanych w ramach

---

<sup>64</sup> Decyzja nr 14715-(10/83) Rady Wykonawczej MFW z dnia 30 sierpnia 2010 r. Następnie, Decyzją Rady Wykonawczej MFW, w listopadzie 2011 r. PCL zastąpiony został przez Ostrożnościową Linie Płynnościową (PLL).

PCL rozpoczynał się w dacie następującej  $3\frac{1}{4}$  roku po wypłaceniu każdej transzy i kończył się w dacie przypadającej 5 lat po dokonaniu ciągnięcia.

Jedynym krajem, któremu przyznany został dostęp do PCL jest Macedonia.<sup>65</sup> Decyzja Funduszu ze stycznia 2012 r. określa dostęp Macedonii do PCL w wysokości 413,4 mln SDR (475,6 mln euro) na okres 24 miesięcy. w marcu 2011 r. Macedonia dokonała ciągnięcia na kwotę 197 mln SDR, motywując swoją decyzję trudną sytuacją na rynku finansowym spowodowaną wcześniejszymi wyborami parlamentarnymi oraz związanymi z tym trudnościami dotyczącymi planowanej emisji obligacji skarbowych.

W listopadzie 2011 r. Rada Wykonawcza MFW podjęła decyzję o zastąpieniu PCL bardziej elastycznym instrumentem: **Ostrożnościową Linią Płynnościową** (*Precautionary and Liquidity Line- PLL*).<sup>66</sup> Kryteria przyznania PLL, oraz wysokość linii kredytowej pozostały zasadniczo takie same jak w przypadku PCL. O większej elastyczności tego instrumentu świadczy fakt, że państwa, które ubiegają się o PLL mogą posiadać nie tylko potencjalną (jak było to przy PCL), ale również bieżącą potrzebę związaną z bilansem płatniczym. PLL udzielany jest na okres albo sześciu miesięcy albo na 1-2 lata. Sześciomiesięczny PLL udzielany jest – co do zasady – w wysokości 250% udziału członkowskiego, zaś 1-2 letnie PLL udzielane są w wysokości 500% udziału członkowskiego w pierwszym roku pożyczki, z górnym limitem 1000% udziału członkowskiego w całym okresie kredytowania, z możliwością przesunięcia wszystkich wypłat na początek okresu kredytowania. Odnowienie sześciomiesięcznego PLL jest co do zasady możliwe po upływie dwóch lat od przyznania PLL. Sześciomiesięczny PLL może być przyznany także w wysokości 500% udziału członkowskiego w sytuacjach wyjątkowych, gdy krótkoterminowa potrzeba bilansu płatniczego wynika z zaistnienia szoku zewnętrznego. W takim przypadku do przyznania kolejnego sześciomiesięcznego PLL nie jest wymagane, aby upłynął okres dwóch lat od

<sup>65</sup> Komunikat MFW w sprawie przyznania Macedonii dostępu do PCL, nr 11/14 z dnia 19 stycznia 2011 r.

<sup>66</sup> Decyzja nr 15019-(11/112) Rady Wykonawczej MFW z dnia 21 listopada 2011 r.

przyznania poprzedniego PLL, jednakże łączny limit 500% udziału członkowskiego na obydwie pożyczki nadal obowiązuje.

Dotychczas jedynym krajem, któremu został przyznany PLL jest Maroko. w sierpniu 2012 r. Rada Wykonawcza MFW podjęła decyzję o przyznaniu Maroko dostępu do PLL w wysokości 4,1 mld SDR (700% udziału Maroka w MFW) na okres 24 miesięcy. Władze marokańskie deklarują, że instrument ten będzie traktowany ostrożnościowo, a wykorzystanie środków nastąpi w przypadku znaczącego pogorszenia bilansu płatniczego kraju.

### **Instrument Szybkiego Reagowania** (ang. *Rapid Financing Instrument - RFI*)

W ramach reformy i przeglądu instrumentów pożyczkowych w latach 2010-2011 MFW dokonał również modyfikacji instrumentów przyznawanych państwom członkowskim w sytuacjach nadzwyczajnych. W ramach tych działań, w listopadzie 2011r. utworzony został **Instrument Szybkiego Reagowania**<sup>67</sup> (ang. *Rapid Financing Instrument - RFI*), przyznawany krajom członkowskim zmagającym się z pilną potrzebą zrównoważenia bilansu płatniczego wynikającą z nadzwyczajnych okoliczności (tj. klęski żywiołowe, konflikty lub gwałtowne zmiany cen produktów wynikające ze wstrząsów na rynkach towarowych). RFI zastąpił stosowane dotychczas oddzielnie dwa instrumenty nadzwyczajne MFW (ang. *Emergency Natural Disaster Assistance* oraz ang. *Emergency Post-Conflict Assistance*). Cechą charakterystyczną RFI jest fakt, że ze względu na przejściowy charakter trudności lub ograniczone możliwości wdrożenia programu wynikające ze słabości gospodarki, jego przyznanie nie wiąże się z koniecznością realizacji przez kraj członkowski programu dostosowawczego.

Dostęp do środków finansowych w ramach RFI jest ograniczony do 50% udziału członkowskiego rocznie, a łącznie nie może przekroczyć 100% w czasie całego okresu kredytowania. Okres spłaty środków wykorzystanych w ramach RFI -

<sup>67</sup> Biuletyn Informacyjny MFW, nr 11/424 z dnia 22 listopada 2011 r.

podobnie jak w przypadku FCL, PLL oraz SBA - rozpoczyna się w dacie następującej 3¼ roku po wypłaceniu każdej transzy i kończy się w dacie przypadającej 5 lat po dokonaniu ciążnienia. Powtórne skorzystanie z RFI jest możliwe w sytuacji gdy napięcia w bilansie płatniczym spowodowane są wstrząsami zewnętrznymi, lub gdy kraj przyjął program reform przynajmniej na 6 miesięcy przed wystąpieniem o przyznanie tego instrumentu.

### **Globalny Mechanizm Stabilizacyjny**

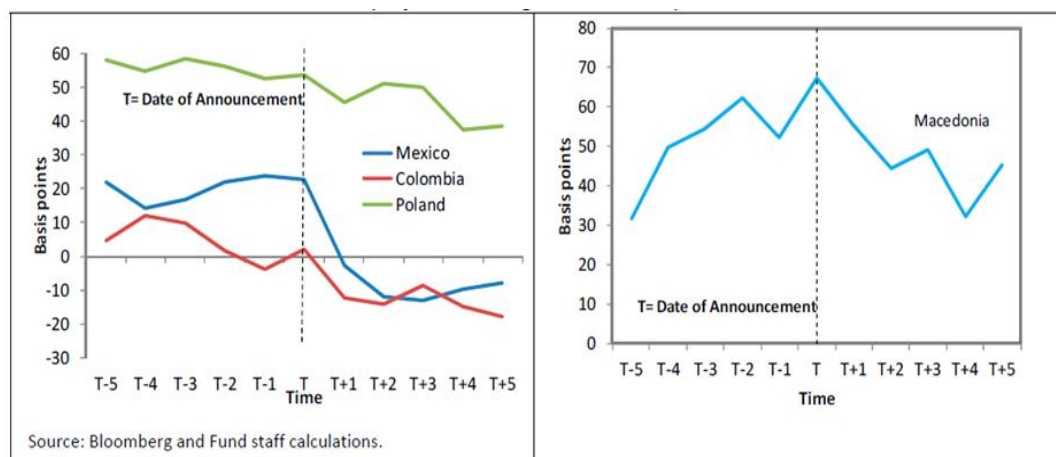
W ramach dyskusji dotyczącej wzmocnienia globalnej sieci bezpieczeństwa finansowego oraz umożliwienia MFW bardziej skutecznego przeciwdziałania kryzysom systemowym, w 2010 r. Fundusz rozważał również możliwość utworzenia Globalnego Mechanizmu Stabilizacyjnego (ang. *Global Stabilization Mechanism - GSM*). Instrument ten miałby na celu ograniczenie ryzyka systemowego oraz efektu zakażenia poprzez dostarczanie płynności potrzebującym krajom o stosunkowo silnych podstawach gospodarczych, ale zagrożonym rozprzestrzenieniem się kryzysu (ang. *crisis bystanders*). Nowatorskość tej koncepcji polegała głównie na tym, że pomoc finansowa przyznawana byłaby grupom państw, zdejmując tym samym z pojedynczych beneficjentów stygmat państwa zmuszonego do zwrócenia się o pomoc zagraniczną. Jednak ze względu na brak konsensusu w sprawie ostatecznego kształtu mechanizmu, dalsze działania dotyczące wprowadzenia GSM zostały zaniechane.<sup>68</sup> Uznano, że tworzenie kolejnej formuły pożyczkowej prowadzić może do zwiększenia tzw. pokusy nadużycia. Ponadto podkreślano, że elastyczność i format zreformowanych instrumentów pożyczkowych Funduszu w sposób wystarczający odpowiada potrzebom związanym z zapobieganiem rozprzestrzeniania się kryzysu o charakterze systemowym.

---

<sup>68</sup> MFW (2011) *Note by the Managing Director on the Proposed Reforms to the Fund's Nonconcessional Lending Toolkit*, IMF, October 24, 2011

o Ocena instrumentów ostrożnościowych

Wprowadzone przez MFW nowe instrumenty ostrożnościowe w postaci FCL oraz PCL/PLL stanowią istotne wzmocnienie instrumentarium pożyczkowego Funduszu, szczególnie w czasach zwiększonego napięcia na rynkach finansowych. Zarówno FCL, jak i PCL/PLL zostały pozytywnie ocenione przez rynki finansowe, które odnotowały korzystny wpływ tych instrumentów na koszty finansowania zewnętrznego państw beneficjentów poprzez redukcję rentowności ich obligacji skarbowych. **Rysunek III-1** przedstawia spadek rentowności obligacji, który nastąpił od dnia, w którym państwa ogłosiły zainteresowanie uzyskaniem dostępu do FCL i PCL/PLL. Okres ten oznaczony jest literą T.



**Rysunek III-1: *Emerging Market Bond Index (EMBI) Spreads*** Poziom spreadów obligacji skarbowych dla Polski, Meksyku i Kolumbii oraz Macedonii. Po ogłoszeniu przez te kraje zainteresowania instrumentami MFW (FCL, PCL/PLL) poziom spreadów uległ obniżeniu.

Źródło: MFW (2011), *Review of Flexible Credit Line and Precautionary Credit Line*, s. 11.

Pozytywny efekt FCL stwierdzono również w zakresie wpływu tego instrumentu na zmienność kursu walutowego. Z przeprowadzonych przez MFW analiz wynika, że sama deklaracja państw mówiąca o zainteresowaniu uzyskaniem dostępu do FCL spowodowała zmniejszenie zmienności kursu walutowego, mając

jednocześnie pozytywny wpływ na postrzeganie tych państw przez rynki finansowe.<sup>69</sup>

Reasumując można stwierdzić, że FCL oraz PCL/PLL są instrumentami ostrożnościowymi, które skutecznie przyczyniają się do utrzymania zaufania do gospodarek krajów-beneficjentów oraz ich systemu finansowego. Ponadto pełnią one istotną rolę stabilizującą, zapewniając dostęp do dodatkowego źródła środków walutowych na wypadek zaburzeń na rynkach finansowych, masowego wycofywania się inwestorów i, w konsekwencji, trudności w pozyskaniu zewnętrznego finansowania.

Jednakże, pomimo istnienia ewidentnych korzyści z posiadania dostępu do wyżej wymienionych instrumentów, zastanawia fakt stosunkowo niewielkiego zainteresowania państw tymi instrumentami. Sytuacja ta może wynikać z kilku przyczyn. Po pierwsze, warunki dostępu wymagające spełnienia rygorystycznych kryteriów (szczególnie w odniesieniu do FCL), ograniczają dostęp do tej formy finansowania jedynie do państw o silnych fundamentach gospodarczych. Po drugie, niektórym państwom Bank Rezerwy Federalnej oraz Europejski Bank Centralny udostępniły (w październiku 2008r.) linie swapowe (por. Rozdział IV). Ponadto w tym okresie państwa preferowały zabezpieczanie się poprzez akumulację rezerw.

### ***Porozumienia pożyczkowe na zasadach preferencyjnych***

Światowy kryzys finansowy i gospodarczy spowodował załamanie koniunktury również w krajach o najniższych dochodach. W roku 2009 wielkość pożyczek MFW udzielonych na zasadach preferencyjnych (tj. o obniżonej stopie procentowej), osiągnęła poziom 3,8 mld USD (w roku 2008 - 1,2 mld USD). Rosnące zainteresowanie państw o najniższym dochodzie uzyskaniem finansowego wsparcia ze strony MFW spowodowało, że Fundusz - w lipcu 2009 r. – przyjął Decyzję o wprowadzeniu zmian w zakresie pożyczek udzielanych tej grupie

---

<sup>69</sup> MFW (2011), *Review of Flexible Credit Line and Precautionary Credit Line*, s. 11



krajów.<sup>70</sup> Przede wszystkim wprowadzono – od stycznia 2010 r. - fundusz wspierający ograniczanie ubóstwa i wzrost gospodarczy (ang. *Poverty Reduction and Growth Trust - PRGT*). Zastąpił on dotychczas funkcjonujący instrument (ang. *Poverty Reduction Growth Facility–Exogenous Shock Facility Trust*), wprowadzając jednocześnie nowe formy finansowania. Wyżej wymieniona Decyzja zakładała również zwiększenie do poziomu 11,3 mld SDR (w latach 2009-2014) środków przekazywanych przez MFW krajom najuboższym na działalność kredytową. Od rozpoczęcia funkcjonowania funduszu PRGT (styczeń 2010 r.) do końca września 2012 r. z jego środków przyznano pożyczki na kwotę 3,45 mld SDR, z czego wykorzystanych zostało 2,34 mld SDR.

Obecnie, w ramach PRGT funkcjonują trzy instrumenty finansowe:

- *Extended Credit Facility (ECF)* – skierowany do wszystkich krajów uprawnionych do korzystania z PRGT, które borykają się z przedłużającymi się trudnościami w zrównoważeniu bilansu płatniczego. Pożyczka jest udzielana na okres trzech lat z możliwością przedłużenia o kolejne dwa lata. Wpłaty transz kredytowych dokonywane są w okresach półrocznych po przeglądach oceniających realizację programu reform strukturalnych. Okres spłaty każdej transzy wypłaconej w ramach pożyczki rozpoczyna się w dacie następującej 5½ roku po wypłaceniu transzy i kończy się w dacie przypadającej 10 lat po dokonaniu ciążenia. Spłata odbywa się w ratach półrocznych.
- *Stand-by Credit Facility (SCF)* – jest formą pomocy w przypadku krótkoterminowych trudności w zrównoważeniu bilansu płatniczego, która udzielana jest na okres od 12 do 24 miesięcy. Instrument ten może być również traktowany jako ostrożnościowy w sytuacji potencjalnej potrzeby związanej z bilansem płatniczym. Wpłaty dokonywane są - podobnie jak w przypadku ECF - w oparciu o ocenę postępów w realizacji programu dostosowawczego. Okres spłaty każdej transzy wypłaconej w ramach

<sup>70</sup> Decyzja nr 14354-(09/79) Rady Wykonawczej MFW z dnia 23 lipca 2009 r.

pożyczki rozpoczyna się w dacie następującej 4 lata po wypłaceniu transzy i kończy się w dacie przypadającej 10 lat po dokonaniu ciążnienia. Spłata odbywa się w ratach półrocznych.

- *Rapid Credit Facility (RCF)* – zapewnia szybką pomoc finansową w sytuacji pilnej potrzeby zrównoważenia bilansu płatniczego. Przyznanie finansowania w ramach tego instrumentu nie wiąże się z koniecznością realizacji przez kraj członkowski programu dostosowawczego, a wypłata środków ma charakter natychmiastowy. Okres spłaty każdej transzy wypłaconej w ramach pożyczki rozpoczyna się w dacie następującej 5½ roku po wypłaceniu transzy i kończy się w dacie przypadającej 10 lat po dokonaniu ciążnienia. Spłata odbywa się w ratach półrocznych.

Ponadto, zgodnie z wprowadzoną reformą, w okresie od stycznia 2010 r. do końca 2011 r. (termin został następnie przedłużony do końca 2012 r.) kredyty udzielane w ramach PRGT nie są oprocentowane. Należne odsetki podlegają naliczeniu przez Fundusz, ale są pokrywane z wpłat dokonywanych przez państwa-donatorów.

#### **D. SDR jako instrument płynnościowy**

Specjalne prawa ciążnienia (SDR) to międzynarodowe aktywa rezerwowe utworzone przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy w 1969 r. w celu uzupełnienia światowych aktywów rezerwowych (w dolarze i złocie), których przyrost był niewystarczający w stosunku do potrzeb finansowych wynikających z szybkiego rozwoju handlu międzynarodowego i rynków finansowych. Specjalne prawa ciążnienia spełniają dwie podstawowe funkcje:

- są aktywami rezerwowymi i mogą zostać wykorzystane przez państwo członkowskie do zakupu walut swobodnie wymiennalnych;

- są jednostką obrachunkową MFW i służą do rozliczania transakcji z Funduszem.<sup>71</sup>

Ewidencja wszystkich operacji i transakcji obejmujących specjalne prawa ciągnięcia prowadzona jest na specjalnym rachunku tzw. Departamencie SDR<sup>72</sup> w MFW. Uczestnikami Departamentu SDR są państwa członkowskie MFW, które biorą udział w operacjach Departamentu SDR oraz inni posiadacze<sup>73</sup> wyznaczeni przez Fundusz na podstawie Umowy o MFW.<sup>74</sup>

Wartość SDR była początkowo wyznaczana jako wartość 0,888671g czystego złota, a od 1974 roku wyznaczana jest na podstawie koszyka walutowego. Obecnie w skład koszyka walut wchodzi cztery waluty swobodnie wymienialne krajów członkowskich lub unii monetarnych krajów członkowskich, które mają największy udział w światowym eksporcie towarów i usług (tj. USD, EUR, funt brytyjski, jen japoński).<sup>75</sup>

Wartość SDR ustalana jest codziennie na podstawie wyżej wymienionego koszyka w proporcjach zależnych od wagi danej waluty w międzynarodowych transakcjach finansowych. O obecności danej waluty w koszyku SDR decyduje również poziom rezerw utrzymywanych w tej walucie w światowej gospodarce. Fundusz co pięć lat dokonuje przeglądu koszyka walut. W efekcie ostatniego przeglądu przeprowadzonego w roku 2010 (za okres 2005-2009) zmianie uległa wartość poszczególnych walut w koszyku.<sup>76</sup> Kolejny przegląd planowany jest przed

<sup>71</sup> Specjalne prawa ciągnięcia wykorzystywane są również jako jednostka rozrachunkowa w międzynarodowych transakcjach finansowych poza MFW.

<sup>72</sup> Departament SDR to mechanizm finansowo-księgowy służący do ewidencjonowania wszystkich transakcji dokonywanych w SDR.

<sup>73</sup> Inni posiadacze SDR to 15 międzynarodowych instytucji finansowych. Należą do nich banki centralne (w tym EBC), międzyrządowe instytucje walutowe oraz międzynarodowe/regionalne banki rozwoju.

<sup>74</sup> Umowa o MFW, Art. XVII, Ustęp 3.

<sup>75</sup> Skład koszyka pozostaje niezmienny od 1 stycznia 1999 r. kiedy euro zastąpiło krajowe waluty Francji i Niemiec.

<sup>76</sup> Dolar amerykański 41,9% (poprzednio 44%), euro 37,4 % (poprzednio 34%), funt brytyjski 11,3 % (poprzednio 11%), japoński jen 9,4% (poprzednio 11%).

2015 r. Stopa procentowa SDR ustalana jest co tydzień w oparciu o średnią ważoną stóp procentowych instrumentów krótkoterminowych stosowanych na rynkach państw, których waluty wchodzą w skład koszyka walutowego i jest wykorzystywana do obliczania odsetek naliczanych przez Fundusz z tytułu udzielonych lub uzyskanych pożyczek.

### ***Alokacje SDR i ich rola***

Zgodnie z Umową o MFW<sup>77</sup>, Fundusz może przyznawać specjalne prawa ciągnięcia krajom członkowskim, proporcjonalnie do ich udziałów wniesionych do MFW. Taki przydział SDR (tzw. alokacja) może być dokonany tylko wówczas, gdy istnieje długookresowa globalna potrzeba uzupełnienia światowych rezerw walutowych, a jego celem jest zwiększenie globalnej płynności finansów międzynarodowych.<sup>78</sup> Decyzję w sprawie alokacji podejmuje Rada Gubernatorów MFW, większością 85% ogólnej liczby głosów.<sup>79</sup> Ocenę, czy zachodzi potrzeba alokacji SDR lub umorzenia części alokacji już dokonanych przeprowadza się zasadniczo raz na pięć lat, choć istnieje możliwość skrócenia lub wydłużenia tego pięcioletniego okresu podstawowego.

Alokacja SDR ma co do zasady charakter bezkosztowy. Oznacza to, że od przyznanych krajowi członkowskiemu w ramach alokacji jednostek SDR Fundusz nalicza odsetki według stopy procentowej SDR. Odsetki te płatne są przez kraj członkowski na rzecz MFW. Jednocześnie, według tej samej stopy procentowej SDR, Fundusz nalicza na rzecz kraju członkowskiego odsetki od posiadanych przez dany kraj SDR. Oznacza to, że odsetki, które kraj członkowski płaci od sumy alokacji oraz odsetki, które otrzymuje z tytułu posiadania jednostek SDR są sobie równe tak długo, jak kraj członkowski utrzymuje w swoim posiadaniu skumulowaną alokację SDR. W sytuacji kiedy państwo członkowskie wykorzysta część otrzymanych SDR, zobowiązane jest ono do uiszczania odsetek. Natomiast w

---

<sup>77</sup> Umowa o MFW, Art. XV, Ustęp 3 oraz Art. XVIII.

<sup>78</sup> Umowa o MFW, Art. XVIII, Ustęp 1(a).

<sup>79</sup> Umowa o MFW, Art. XVIII, Ustęp 4(a), (d).

przypadku, gdy w wyniku dokonanych transakcji państwo dysponuje większą ilością SDR niż wynika to z alokacji, wówczas otrzymuje odsetki od posiadanych nadwyżek.

Do tej pory MFW dokonał czterech alokacji SDR. Pierwsza miała miejsce w latach 1970-72 i w jej ramach pomiędzy państwa członkowskie rozdzielono 9,3 mld jednostek SDR. Druga alokacja została przeprowadzona w latach 1979-81, a jej wielkość wyniosła 12,1 mld SDR. Alokacje trzecia i czwarta miały miejsce odpowiednio w sierpniu i wrześniu 2009 r.

Decyzje o przeprowadzeniu alokacji z 2009 r. były podjęte w związku ze światowym kryzysem finansowym: ich głównym celem było złagodzenie skutków nagłego ograniczenia zewnętrznego finansowania i zapewnienie większej płynności międzynarodowego systemu finansowego.

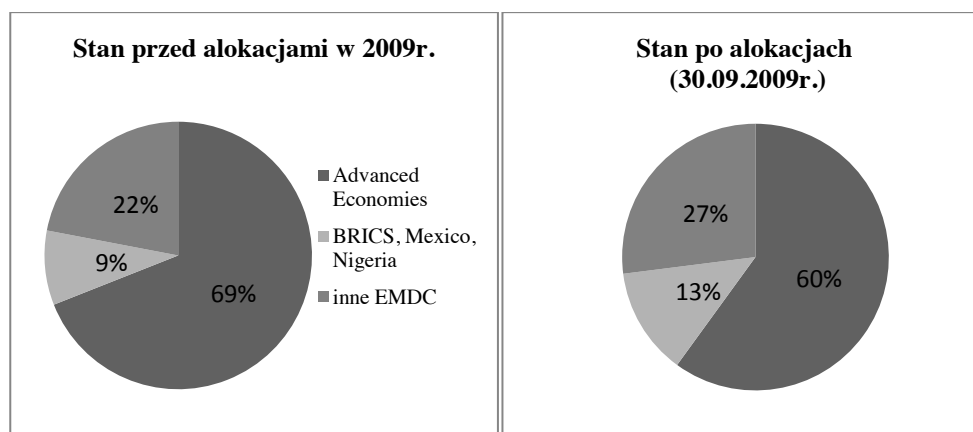
Trzecia ogólna alokacja (sierpień 2009 r.) w wysokości 161,2 mld SDR, skierowana była do wszystkich państw należących do MFW.<sup>80</sup> Natomiast beneficjentami czwartej alokacji tzw. alokacji specjalnej (wrzesień 2009 r.), w wysokości 21,5 mld SDR, były kraje, które przystąpiły do MFW po 1981 r. i nie uczestniczyły we wcześniejszych alokacjach. Alokacja ta była efektem przyjętej w 1997 r. czwartej Poprawki<sup>81</sup> do Umowy o MFW (weszła w życie w czerwcu 2009 r.), która miała na celu skorygowanie dysproporcji między krajami członkowskimi.

W wyniku dwóch alokacji z 2009 r. całkowity poziom alokacji zwiększył się z poziomu 21,4 mld SDR do poziomu ok. 204 mld SDR. Alokacje z 2009 r. powiększyły oficjalne aktywa rezerwowe krajów rozwiniętych (niektórych znacznie – na przykład USA, Niemiec, Francji, Wlk. Brytanii), jednak ogólny udział krajów rozwiniętych w łącznej sumie alokacji uległ zmniejszeniu (patrz Rysunek III-2). Natomiast kraje EMDCs (ang. *Emerging Market and Developing Countries*) odnotowały wzrost aktywów rezerwowych w postaci jednostek SDR zarówno jako

<sup>80</sup> Alokacja ogólna obejmuje wszystkie państwa członkowskie, podczas gdy alokacja specjalna skierowana jest do wybranej grupy.

<sup>81</sup> Rezolucja Rady Gubernatorów MFW, nr 52-4 z 23 września 1997 r.

grupa państw oraz indywidualnie - największe zasoby SDR postawione zostały do dyspozycji krajów należących do grupy BRICS (Brazylia, Rosja, Indie, Chiny oraz RPA), jak również Meksyku i eksportującej surowce paliwowe Nigerii. Udział tych 7 państw stanowi 32,5% łącznej sumy skumulowanej alokacji (stan na 30.09.2009 r.) przypadającej wszystkim krajom EMDCs.



**Rysunek III-2: Udział krajów członkowskich w łącznej sumie dokonanych alokacji**

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych MFW.

### ***Sposoby wykorzystania SDR***

SDR pozyskane w wyniku alokacji - oprócz zwiększenia płynności w międzynarodowym systemie finansowym – wpływają również na zwiększenie zdolności poszczególnych krajów do wywiązywania się ze swoich zobowiązań wobec MFW (na przykład przy dokonywaniu płatności z tytułu porozumień kredytowych) oraz regulowania zobowiązań płatniczych wobec zagranicy poprzez możliwość zakupu walut swobodnie wymienialnych.

Zgodnie z Art. XIX Umowy o MFW, zakup walut wymienialnych i sprzedaż SDR może odbywać się w dwojaki sposób: (i) poprzez dobrowolne transakcje między krajami członkowskimi lub (ii) poprzez tzw. mechanizm desygnowania (wyznaczenia).

**Porozumienia dobrowolne** (ang. *Voluntary Trading Arrangements*) pozwalają Funduszowi inicjować transakcje zakupu i sprzedaży SDR w imieniu

dowolnego kraju członkowskiego. Porozumienia są indywidualnie negocjowane przez MFW, który pełni rolę brokera pośredniczącego między dwoma stronami transakcji. Porozumienie określa wielkość zasobów SDR jakie mają być uruchomione w ramach transakcji, jej walutę, minimalne i maksymalne kwoty transakcji, kurs po jakim zostanie ona przeprowadzona oraz termin jej przeprowadzenia. Porozumienia mogą mieć charakter dwukierunkowy (kupna-sprzedaży) lub jednokierunkowe (sprzedaży). w następstwie przeprowadzonych w 2009 r. alokacji, znacznie zwiększyła się liczba państw, które uczestniczą w porozumieniach dobrowolnych. Do września 2012 r. porozumienia z MFW zawarło 31 państw oraz Europejski Bank Centralny (patrz Tabela III-5), co oznacza wzrost o 19 podmiotów w porównaniu z sierpniem 2009 r.

<b>Porozumienia dobrowolne (ang. <i>Voluntary SDR Trading Arrangements</i>) - zestawienie</b>			
Europa	Kraje Azji i Pacyfiku	Bliski Wschód i Azja Środkowa	Półkula Zachodnia
Austria	Australia	Arabia Saudyjska	Chile
Belgia	Chiny		Kanada
Cypr	Japonia		Meksyk
Dania	Korea Płd.		USA
Finlandia	Nowa Zelandia		
Francja			
Grecja			
Hiszpania			
Holandia			
Irlandia			
Izrael			
Malta			
Niemcy			
Norwegia			
Portugalia			
Słowacja			
Słowenia			
Szwajcaria			
Szwecja			
Wlk. Brytania			
Włochy <sup>7</sup>			
Europejski Bank Centralny			

**Tabela III-5: Kraje i instytucje, które zawarły z MFW dobrowolne porozumienia kupna/sprzedaży SDR (stan na 21 września 2012 r.)**

Źródło: MFW.



Zwiększenie liczby uczestników porozumień dobrowolnych wpłynęło również na kwotę dokonywanych transakcji polegających na sprzedaży SDR. Ich łączna wartość w okresie od września 2009 r. do końca maja 2012 r. wyniosła łącznie ponad 5 mld SDR, notując szczególnie istotny wzrost (do prawie 3 mld SDR) w 2009 roku tj. w roku przeprowadzenia trzeciej i czwartej alokacji.

Znaczna część transakcji sprzedaży SDR za waluty swobodnie wymienne w wyżej wymienionym okresie przeprowadzona była przez kraje najuboższe – beneficjentów funduszu PRGT. Łączna wielkość tych transakcji opiewała na 1,3 mld SDR. Do innych państw, które w tym okresie dokonały największych transakcji sprzedaży SDR należą: Ukraina (1,22 mld SDR), Serbia (388 mln SDR), Sri Lanka (306 mln SDR) oraz Ekwador (255 mln SDR). Uzyskane waluty wymienne służyły państwom głównie jako dodatkowe finansowanie w uzupełnieniu programów pomocowych.

Od czasu dwóch alokacji SDR z 2009 r., znacząco zwiększyła się wielkość środków do wykorzystania w ramach zawartych porozumień dobrowolnych, osiągając we wrześniu 2012r. poziom ponad 73 mld SDR - to istotny wzrost w stosunku do stanu przed alokacją 2009 roku, kiedy wynosił on zaledwie ok. 3 mld SDR (sierpień 2009 r.).

Transakcje z wykorzystaniem SDR można również przeprowadzać w drodze tzw. **mechanizmu „desygnowania”**, czyli operacji, w trakcie której kraj członkowski wyznaczony przez Fundusz ze względu na silną pozycję bilansu płatniczego i rezerw, udostępnia innemu członkowi walutę wymienną w zamian za SDR po oficjalnym kursie ustalonym przez MFW.<sup>82</sup> Fundusz traktuje jednak ten mechanizm jako rozwiązanie ostrożnościowe - z intencją stosowania go wyłącznie w przypadku konieczności udzielenia wsparcia krajom mającym problemy z zapewnieniem równowagi bilansu płatniczego. Do jego uruchomienia wymagana

---

<sup>82</sup> Zgodnie z Art. XIX, Ustęp 4 (a) Umowy o MFW, kraj członkowski ma obowiązek udostępnić walutę do momentu, gdy jego zasoby SDR stanowiące nadwyżkę ponad łączną alokację netto byłyby równe dwukrotności łącznej alokacji netto (300% alokacji), chyba, że uczestnik i MFW postanowią inaczej.

jest zgoda Rady Wykonawczej MFW, która w drodze decyzji, wyznacza kraje zobowiązane do zakupu SDR za waluty wymienne. Maksymalne wielkości transakcji określone są w przygotowywanych przez MFW kwartalnych planach desygnacji (ang. *designation plans*). Podstawowym celem mechanizmu jest zapewnienie funkcjonowania systemu zakupu SDR w sytuacji gdyby transakcje wynikające z dobrowolnych porozumień nie skutkowały osiągnięciem równowagi na rynku. Od 1987 r. nie przeprowadzono jednak żadnej transakcji z wykorzystaniem tego mechanizmu, a zatwierdzane kwartalnie plany desygnacji pełnią jedynie funkcję ostrożnościową i stanowią dodatkową gwarancję płynności systemu finansowania SDR.

MFW podejmuje także inne działania zmierzające do zwiększenia roli specjalnych praw ciągnięcia i rozszerzenia zakresu oficjalnych transakcji dokonywanych w SDR tak, aby umożliwić ich wykorzystywanie również na rynku prywatnym.<sup>83</sup> Jednak próby uczynienia z SDR podstawowego aktywa rezerwowego w międzynarodowym systemie walutowym oraz wprowadzenia go do obiegu na rynkach prywatnych okazały się jak dotąd mało skuteczne. Jednym z głównych powodów może być fakt, że SDR nie podlegają bezpośrednio mechanizmom rynkowym, a ich wartość oraz oprocentowanie nie są regulowane przez rynek, lecz odzwierciedlają zmiany kursów walut wchodzących w skład koszyka SDR lub instrumentów finansowych.

### **E. Podsumowanie**

Analizując działania podjęte przez MFW w zakresie prowadzonej polityki pożyczkowej w odpowiedzi na kryzys finansowy i gospodarczy z 2008 r. warto podkreślić, że Fundusz dokonał szeregu zmian oraz usprawnień mających na celu sprostanie nowym wyzwaniom. Podjęte decyzje miały na celu ułatwienie i uelastycznienie dostępu do instrumentów finansowych MFW krajom borykającym się z trudnościami bilansu płatniczego.

---

<sup>83</sup> Umożliwienie wykorzystywania SDR w transakcjach terminowych, swap oraz jako zabezpieczeń zobowiązań finansowych.

Wobec zwiększonego zapotrzebowania krajów członkowskich na środki finansowe, Fundusz zareagował podwyższeniem górnego limitu pomocy finansowej oraz zapewnieniem szybszego do niej dostępu w ramach specjalnej procedury (ang. *Emergency Financing Mechanism*). Mechanizm ten umożliwił szybki dostęp do środków MFW krajom w sytuacji pilnej potrzeby bilansu płatniczego.

Wprowadzając i sukcesywnie modernizując nowe instrumenty ostrożnościowe (tj. FCL, PCL/PLL), Fundusz wykazał się elastycznością i umiejętnością dostosowania instrumentów pożyczkowych do potrzeb krajów o silnych fundamentach gospodarczych, dla których instrumenty te stanowią zabezpieczenie przed ewentualnymi negatywnymi szokami zewnętrznymi.

Ponadto - w zakresie polityki płynnościowej - w celu zwiększenia globalnej płynności finansów międzynarodowych, Fundusz dokonał w roku 2009 alokacji specjalnych praw ciągnięcia, tym samym podwyższając poziom aktywów rezerwowych krajów członkowskich.

#### IV. ZASOBY FINANSOWE W DYSPOZYCJI MFW W ODPOWIEDZI NA KRYZYS FINANSOWY I GOSPODARCZY

W rozdziale omówiono kwestie związane z finansowaniem podstawowej działalności pożyczkowej Funduszu ze środków pochodzących z Rachunku Zasobów Ogólnych (por. Rozdział III). Na wstępie opisano wzrost światowego zapotrzebowania na finansowanie ze strony sektora publicznego od połowy 2008 r. i reakcję Międzynarodowego Funduszu Walutowego na ten zwiększony popyt. Następnie przedstawiona została charakterystyka podstawowych i uzupełniających źródeł finansowania działalności pożyczkowej MFW na zasadach ogólnych. Na zakończenie opisano proces zwiększania środków finansowych Funduszu, w reakcji na międzynarodowy kryzys finansowy i gospodarczy.

##### A. Zapotrzebowanie na środki finansowe MFW w latach 2008-2011

W efekcie międzynarodowego kryzysu finansowego i gospodarczego oraz zamrożenia finansowania międzybankowego na światowych rynkach finansowych, od połowy 2008 r. znacząco zwiększyło się zapotrzebowanie na środki finansowe od sektora publicznego, w tym na pożyczki Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Potencjalny popyt krajów z grupy rynków wschodzących na pożyczki Funduszu w styczniu 2009 r. szacowano nawet na ok. 300 mld USD.<sup>84</sup> O skali problemów płynnościowych sektora finansowego na świecie świadczy wielkość pomocy publicznej przyznana w pierwszych miesiącach kryzysu. Dla przykładu, Panetta i inn. oszacowali, że wartość środków rządowych przeznaczona na różne pakiety pomocowe dla banków komercyjnych z 11 krajów rozwiniętych w okresie od września 2008 r. do czerwca 2009r. wyniosła 5 bln EUR (18,8% PKB tych krajów), a wypłaty środków w ich ramach - 2 bln EUR (7,6% PKB).<sup>85</sup> Z kolei, pod

<sup>84</sup> MFW (2009), *Review of the Adequacy of and Options for Supplementing Fund Resources*, January, IMF, Washington D.C., s.13.

<sup>85</sup> T. Faeh, G. Grande, C. Ho, M.R. King, A. Levy, F. Panetta, F.M. Signoretti, M. Taboga, A. Zaghini (2009), *An Assessment of Financial Sector Rescue Programmes*, Bank of Italy Occasional Paper No. 47., <http://ssrn.com/abstract=1605182> lub <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1605182>, s. 5. Kraje objęte badaniem: Australia, Kanada, Francja, Niemcy, Włochy, Japonia, Holandia, Hiszpania, Szwajcaria, Wielka Brytania, USA.

koniec 2008 r., wykorzystanie środków dolarowych oferowanych przez linie swapowe Banku Rezerwy Federalnej USA (FED) opiewało na kwotę 554 mld USD, a wartość linii swapowych w EUR przyznanych przez Europejski Bank Centralny w latach 2007-2008 wyniosła 117 mld EUR.<sup>86-87</sup>

W porównaniu z poprzednimi kryzysami, pomoc Funduszu po wybuchu światowego kryzysu, szczególnie w pierwszych latach 2008-2009, była znacząca zarówno pod względem jej wartości, jak i liczby krajów, które jednocześnie zwróciły się o pomoc. Tylko w ostatnich dwóch miesiącach 2008 r. MFW przyznał środki w formie porozumień pożyczkowych „*Stand-by*” (SBA) sześciu krajom członkowskim (Węgry, Islandia, Łotwa, Pakistan, Ukraina, Seszele) o łącznej wartości ok. 31,7 mld SDR (ok. 48,8 mld USD), z czego wypłacono większość środków (26,8 mld SDR, tj. ok. 41 mld USD).<sup>88</sup> W 2009 r., pożyczki Funduszu przyznane z Rachunku Zasobów Ogólnych 14-stu krajom członkowskim opiewały na kwotę 23,3 mld SDR (ok. 36,6 mld USD), z czego wypłacono 17,8 mld SDR (ok. 28 mld USD).<sup>89</sup> Ponadto w 2009 r. wartość porozumień o Elastycznej Linii Kredytowej, FCL (dostęp do FCL przyznany został trzem krajom – por. Rozdział III) wyniosła 52,2 mld SDR (ok. 81,8 mld USD).

Należy również zaznaczyć, że w czasie kryzysu zapoczątkowanego w 2008 r. pomoc MFW została udzielona krajom o bardziej dotkliwych problemach gospodarczych (uwidocznionych w spadku PKB) niż w latach poprzednich (Rysunek IV-1).

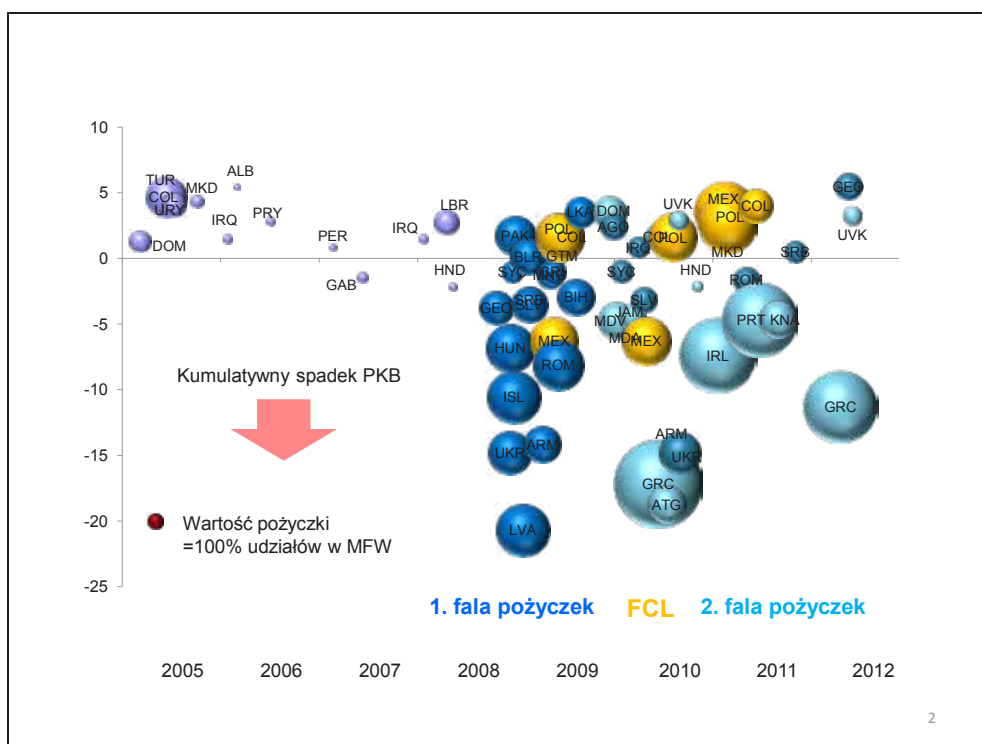
---

<sup>86</sup> Nie jest możliwe podanie całkowitej wartości przyznanych linii swapowych FED, ponieważ część porozumień o liniach swapowych FED (z bankami centralnymi Anglii, Szwajcarii, Japonii i ECB) nie miała limitów na wykorzystanie środków.

<sup>87</sup> W.A. Allen, R. Moessner (2010), *Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008-9*, BIS Working Papers No. 310, Bank for International Settlements, Bazylea, s. 26-33.

<sup>88</sup> Obliczenia własne na podstawie danych MFW.

<sup>89</sup> Ibidem.



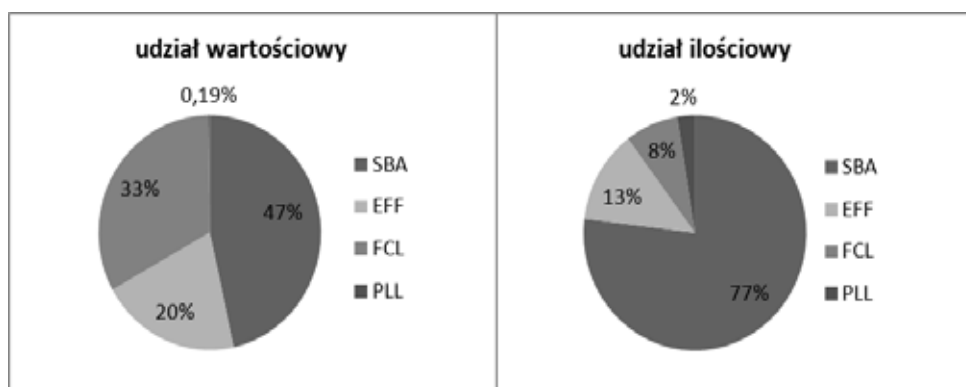
**Rysunek IV-1: Wartość porozumień kredytowych MFW w relacji do udziałów członkowskich a procentowy spadek realnego PKB.** Kola reprezentują porozumienia pożyczkowe na zasadach ogólnych, w tym FCL, łącznie z odnowieniami. Rozmiar każdego kola oznacza wielkość dostępu danego kraju do środków MFW (w tym potencjalny dostęp) jako procent udziału członkowskiego. Oś pionowa pokazuje maksymalny łączny spadek PKB w ciągu trzech lat przed, w trakcie i po wystąpieniu danego kraju o pomoc do MFW.

Źródło: MFW.

W analizowanym okresie (tj. od listopada 2008 r. do końca 2011 r.) łączna suma środków finansowych na warunkach ogólnych przyznanych przez MFW 35 krajom wyniosła 213,8 mld SDR (ok. 331,4 mld USD), z czego wypłacono 84,9 mld SDR (ok. 131,5 mld USD).<sup>90</sup> Najwyższy udział procentowy wśród przyznanych porozumień pożyczkowych miały standardowe porozumienia pożyczkowe „Stand-by” (SBA), których wartość stanowiła blisko połowę wszystkich środków przyznanych w tym okresie (Rysunek IV-2). Znaczący udział, bo aż jedną trzecią, stanowił nowy instrument Funduszu - Elastyczna Linia Kredytowa (FCL).

<sup>90</sup> Obliczenia własne na podstawie danych MFW.

Charakterystyczny dla finansowania kryzysowego w latach 2008-2011 był także długoterminowy charakter zaangażowania MFW. Jedna piąta środków przyznana została bowiem 5 krajom w formie instrumentu finansowego rozszerzonego wsparcia – EFF (por. Rozdział III).

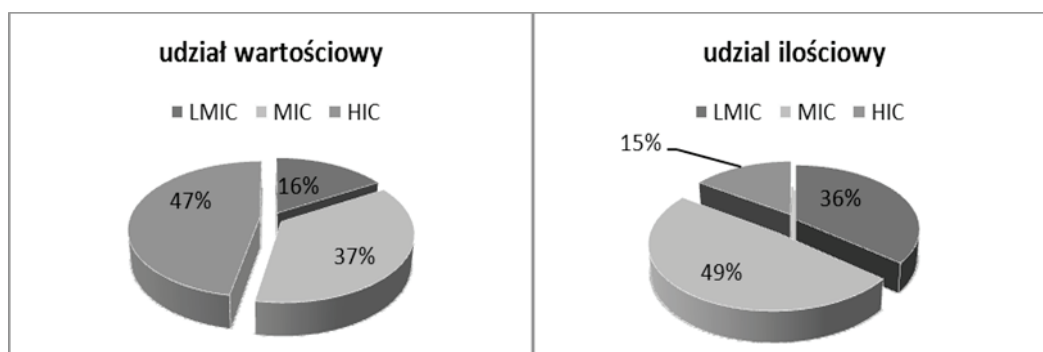


**Rysunek IV-2: Wartościowy i ilościowy udział poszczególnych instrumentów pożyczkowych z Rachunku Zasobów Ogólnych MFW przyznanych w okresie listopad 2008 r. - grudzień 2011 r.**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MFW.

Warto także zauważyć, że z pomocy MFW w trakcie kryzysu zapoczątkowanego w 2008 r. w największym stopniu skorzystały kraje o wysokich dochodach. Dotyczy to zarówno wartości, jak i liczby przyznanych pożyczek. W analizowanym okresie krajom o wysokich dochodach (ang. *High Income Countries, HIC*) przyznano blisko połowę wartości środków przyznanych przez MFW, a do krajów o niższych średnich dochodach (ang. *Lower Middle Income Countries, LMIC*) trafiła najmniejsza wartość pomocy (Rysunek IV-3). Pod względem ilościowym wśród krajów, które skorzystały z pomocy Funduszu, przeważały te o wysokich (HIC) i średnich dochodach (ang. *Middle Income Countries, MIC*) (Rysunek IV-3).

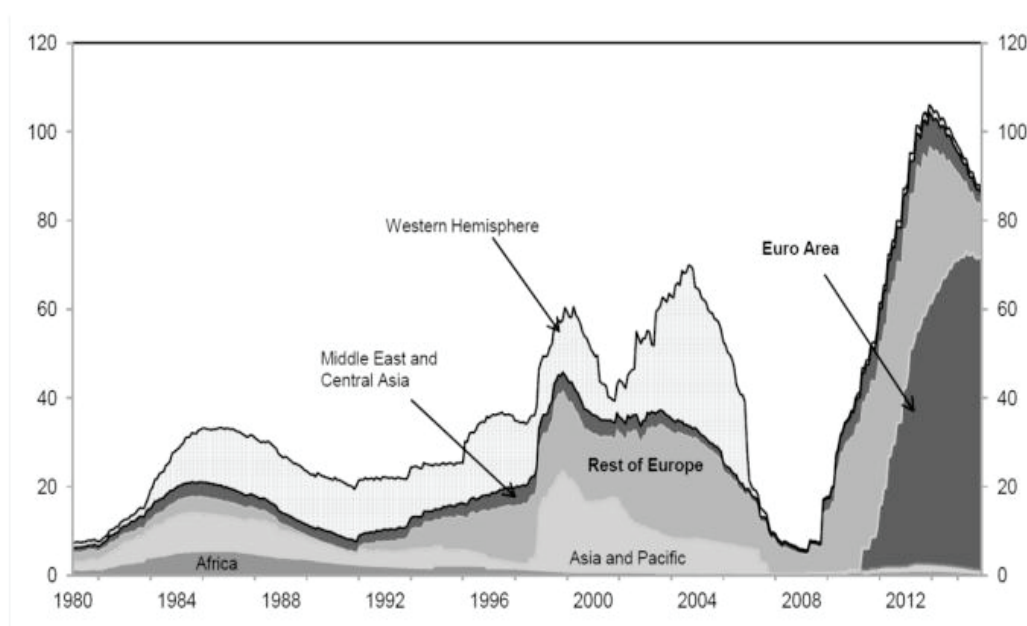




**Rysunek IV-3: Udział środków MFW z Rachunku Zasobów Ogólnych przyznanych w okresie listopad 2008r. - grudzień 2011 r. w różnych grupach dochodowych krajów LMIC – Lower Middle Income Countries, MIC – Middle Income Countries, HIC – High Income Countries (klasyfikacja Banku Światowego)**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MFW i BŚ.

Kolejną cechą charakterystyczną kryzysu z 2008 r. było skierowanie większości środków MFW na rzecz krajów europejskich (zob. Rys. IV-4), które łącznie otrzymały 2/3 wartości całkowitego finansowania MFW przyznanego w latach 2008-2011.



**Rysunek IV-4: Regionalna koncentracja pożyczek MFW w latach 1980-2012 - wartość zawartych porozumień (mld SDR).**

Źródło: MFW

W pierwszej fazie kryzysu w Europie (lata 2008-2009) o pomoc Funduszu ubiegały się głównie kraje z grupy rynków wschodzących, wyjątek stanowiła Islandia. Jednak w kolejnych latach o pomoc Funduszu zaczęły zwracać się również kraje rozwinięte ze strefy euro. Łącznie w badanym okresie MFW przyznał 20 pożyczek krajom europejskim: 7 pożyczek państwom członkowskim UE, w tym 3 pożyczki państwom strefy euro (Grecja, Irlandia i Portugalia), a pozostałe – krajom spoza UE. Ponadto Polsce – jako jedynemu państwu członkowskiemu UE - przyznano dostęp do Elastycznej Linii Kredytowej (instrumentu o charakterze ostrożnościowym).

### B. Źródła zasobów finansowych MFW

Głównym źródłem finansowania podstawowej działalności pożyczkowej MFW są udziały członkowskie.<sup>91</sup> Fundusz może uzupełnić swoje zasoby pożyczając środki finansowe od sektora państwowego (rządy krajów członkowskich i inne instytucje publiczne) lub na międzynarodowym rynku walutowym, jeżeli uzna, że środki z udziałów będą niewystarczające na pokrycie potrzeb pożyczkowych krajów członkowskich.<sup>92</sup> Pożyczki od sektora państwowego mogą przybierać formę porozumień wielostronnych (Ogólne Porozumienia Pożyczkowe – GAB i Nowe Porozumienia Pożyczkowe – NAB) lub umów dwustronnych (pożyczki dwustronne i instrumenty dłużne). Teoretycznie Fundusz ma możliwość pozyskiwać finansowanie również z rynku prywatnego.<sup>93</sup> Mógłby to czynić np. poprzez emisję papierów wartościowych, co stosuje Bank Światowy.<sup>94</sup> Jednak do tej pory Fundusz nie skorzystał z tej możliwości.

<sup>91</sup> MFW (2011), *Guidelines for Borrowing by the Fund*, Decyzja nr 9862-(91/156) Rady Wykonawczej MFW zmieniona Decyzją nr 14367-(09/65) z 29 czerwca 2009 r.

<sup>92</sup> Umowa o MFW, Art. VII, Ustęp1(i)

<sup>93</sup> Umowa o MFW, Art. VII, Ustęp1(i)

<sup>94</sup> D. Lachman (2006), *How should IMF resources be expanded?*, [w:] E. Truman (red.) (2006), *Reforming the IMF for the 21<sup>st</sup> century*, Special Report No. 19, Institute for International Economics, Washington D.C.

### ***Udziały członkowskie***

Udziały członkowskie stanowią główne źródło finansowania działalności pożyczkowej MFW. Warunkiem uzyskania członkostwa w Funduszu jest opłacenie przez dany kraj przyznanego mu udziału w walucie krajowej (w 75 procentach) i w walucie wymiennej lub w SDR (w 25 procentach). Wielkość udziału danego kraju jest wyznaczona zasadniczo na podstawie jego względnej pozycji w gospodarce światowej. Wielkość udziałów członkowskich danego państwa wyrażona w SDR pozwala określić: (i) maksymalną wysokość środków, które dany kraj może pożyczyć Funduszowi; (ii) maksymalną wysokość środków finansowych Funduszu dostępnych dla danego kraju; (iii) udział w alokacji SDR oraz (iv) z uwzględnieniem głosów bazowych, siłę głosu w procesie podejmowania decyzji przez Fundusz.

Przegląd wysokości udziałów członkowskich, tzw. ogólny przegląd udziałów (ang. *general quota review*), przeprowadzany jest przez Radę Gubernatorów MFW regularnie, nie rzadziej niż co 5 lat.<sup>95</sup> Zmiana wysokości udziałów – podobnie jak inne kluczowe decyzje Funduszu – musi być zaaprobowana przez kraje reprezentujące 85% wszystkich głosów, a wielkość udziału danego kraju nie może zostać zmieniona bez jego zgody.<sup>96</sup> Podczas ogólnego przeglądu podejmowane są decyzje dotyczące podwyższenia całkowitej wielkości udziałów w MFW oraz ich podziału pomiędzy kraje członkowskie. Celem ogólnego przeglądu jest dostosowanie wysokości zasobów finansowych MFW do potrzeb pożyczkowych krajów członkowskich, a także zwiększenie udziałów członkowskich tak, aby odpowiadały one zmianom względnej pozycji poszczególnych państw w gospodarce światowej. Warto w tym miejscu wspomnieć, że obecnie jedynym krajem, którego udział w łącznej sile głosów przekracza poziom 15% są Stany Zjednoczone (z udziałem w wysokości 16,77%). Nie wydaje się, by kraj ten był skłonny w najbliższej przyszłości zrezygnować z odgrywania kluczowego wpływu na wszelkie istotne decyzje dotyczące Funduszu.

<sup>95</sup> Umowa o MFW, Art. III, Ustęp 2 (a)

<sup>96</sup> Umowa o MFW, Art. III, Ustęp 2 (c), (d).

Od powstania MFW miało miejsce czternaście przeglądów ogólnych, z których dziewięć zakończyło się podwyższeniem udziałów Funduszu, średnio o 44% względem wysokości udziałów sprzed danego przeglądu. Ostatni przegląd ogólny z grudnia 2010 r. zakończył się podjęciem decyzji o podwojeniu udziałów Funduszu. Warto także odnotować, że choć przeglądy ogólne z lat 2003 i 2008 nie skutkowały podwyższeniem udziałów, to w 2006 r. i 2008 r., poza procedurą ogólnego przeglądu, doraźnie zwiększono udziały wybranym 54 krajom. Celem tego selektywnego podniesienia udziałów było zwiększenie reprezentacji krajów z grupy gospodarek wschodzących.<sup>97</sup>

Nie wszystkie środki MFW pochodzące z udziałów członkowskich mogą być wykorzystane na udzielanie pożyczek na zasadach ogólnych: wykorzystywane mogą być jedynie waluty tych członków Funduszu, którzy mają silną pozycję bilansu płatniczego. Co kwartał, w ramach tzw. Planu Transakcji Finansowych (ang. *Financial Transactions Plan, FTP*) wytypowane przez Radę Wykonawczą MFW kraje o mocnej i stabilnej pozycji bilansu płatniczego oraz rezerw dewizowych, udostępniają MFW swoją walutę w ramach udziału członkowskiego. Wytypowane kraje są zobowiązane zamienić - na życzenie pożyczkobiorcy - udostępnione środki na walutę swobodnie wymienialną.<sup>98</sup> Następnie środki te przekazywane są krajom wskazanym przez MFW w ramach zawartych porozumień pożyczkowych, za co kraje pożyczkodawcy otrzymują wynagrodzenie w postaci oprocentowania, co do zasady, wg stopy SDR. Transakcje te nie zmniejszają wartości oficjalnych aktywów rezerwowych krajów pożyczkodawców, a jedynie ich skład dzięki temu, że wpłacone Funduszowi środki mogą być natychmiast wypłacone przez kraj-pożyczkodawcę w przypadku wystąpienia problemów bilansu płatniczego. Natychmiastowa dostępność środków stanowi jedno z kryteriów kwalifikacji

<sup>97</sup> Więcej na temat reformy z lat 2006 i 2008: M. Grotte, A. Życieńska (2011), *Międzynarodowy Fundusz Walutowy i stojące przed nim wyzwania*, Materiały i Studia, Zeszyt nr 254, Narodowy Bank Polski, Warszawa.

<sup>98</sup> Umowa o MFW Art. V, Ustęp 3 oraz *Guidelines for Quarterly Financial Transactions Plan*, s. 4, <http://www.imf.org/external/np/tre/ftp/pdf/0408.pdf>.

aktywów zagranicznych do oficjalnych aktywów rezerwowych kraju.<sup>99</sup> Polska uczestniczy w Planie Transakcji Finansowych Funduszu od września 1999 r.

Wielkość udziałów członkowskich poszczególnych państw wyznaczana jest na podstawie wzoru. Pierwszy wzór, według którego obliczono udziały członkowskie w momencie założenia MFW w 1944 r. (tzw. *Bretton Woods formula*), był funkcją, której argumentami były wysokość dochodu narodowego, handlu międzynarodowego i rezerw walutowych poszczególnych krajów członkowskich. Współczynniki we wzorze dostosowane były tak, aby osiągnąć ustalony z góry rezultat podziału głosów między kraje członkowskie.<sup>100</sup> Modyfikacje i zmiany wzoru były negocjowane przez Radę Wykonawczą MFW przy okazji kolejnych ogólnych przeglądów udziałów członkowskich. W latach 60. wzór został zrewidowany (Ramka IV-1) oraz uzupełniony czterema innymi równaniami. Od lat 80. XX w. do 2008 r. wzór właściwie nie był zmieniany.

Wartość obliczona ze wzoru nie jest wiążąca, stanowi jedynie wskazanie, czy udział członkowski danego kraju ma być zwiększony.<sup>101</sup> Wykorzystywanie wzoru, stopień skomplikowania oraz jego mała przejrzystość skutkowały m.in. niedopasowaniem wysokości obliczonych udziałów do rzeczywistej pozycji krajów członkowskich w gospodarce światowej. Z tego powodu, rezolucją Rady Gubernatorów MFW nr 63-2 z 28 kwietnia 2008 r. o reformie udziałów i głosów w MFW, pięć istniejących wzorów zostało zastąpionych jedną nieliniową funkcją z czterema zmiennymi wyrażonymi jako udziały w wartościach globalnych: (i) PKB (liczonym w 60% wg wartości rynkowej, a w 40% wg parytetu siły nabywczej); (ii) otwartością w handlu zagranicznym; (iii) zmiennością we wpływach eksportowych i napływie kapitału oraz (iv) rezerwami walutowymi. Wagi poszczególnych zmiennych wynoszą odpowiednio 50%, 30%, 15% i 5%. Aby zmniejszyć udział

<sup>99</sup> MFW (2009), *Balance of Payments and international investment position manual*, Sixth Edition, International Monetary Fund, Washington D.C., Rozdział 6, punkt 6.85, s. 114.

<sup>100</sup> J.M. Boughton (2012), *Tearing down walls: The International Monetary Fund 1990-1999*, International Monetary Fund, Washington D.C., s. 780.

<sup>101</sup> MFW (2011), *Quota Formula Review-Data Update and Issues*, International Monetary Fund, Washington D.C., s. 2.

krajów o dużych gospodarkach, a zwiększyć pozostałych, funkcja przybrała postać wykładniczą, z wykładnikiem ustalonym na poziomie 0,95.

#### Wzór liczenia udziałów w okresie 1983 - 2008

Do 28 kwietnia 2008 r. istniało pięć wzorów liczenia udziałów; tzw. zmodyfikowany wzór *Bretton Woods* i jego cztery modyfikacje. Wszystkie wzory zawierały zasadniczo te same zmienne, ale o różnych wagach. Uwzględniały one:

- (1) wielkość gospodarki (PKB w bieżących cenach rynkowych),
- (2) rezerwy walutowe,
- (3) otwartość (wymiana handlowa i przepływy finansowe z zagranicą),
- (4) zmienność bieżących wpływów zagranicznych (wpływy handlowe i finansowe).

Pierwsze dwie zmienne miały wskazywać możliwości zasilania finansowego Funduszu przez kraje członkowskie, pozostałe określać potrzeby pożyczkowe tych krajów.

#### Obecny wzór liczenia udziałów

$$CQS = (0,5*Y + 0,3*O + 0,15*V + 0,05*R)^n$$

gdzie:

**CQS** – obliczony udział członkowski

**n** – czynnik kompresji równy 0,95

**Y** – PKB obliczony wg wartości rynkowej (waga 60%) i parytetu siły nabywczej PPP (waga 40%) – średnia z 3 lat

**O** – otwartość (średnioroczna suma bieżących płatności i bieżących przychodów rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego tj. saldo wymiany towarów i usług z zagranicą, saldo dochodów, saldo transferów bieżących w przeciągu ostatnich 5 lat)

**V** – zmienność (zmienność przychodów bieżących i przepływów kapitałowych – odchylenie standardowe Od 3-letniego trendu w przeciągu ostatnich 13 lat)

**R** - rezerwy walutowe – średniorocznie z ostatniego roku.

Czynnik kompresji i stosowanie miary PPP zostały wprowadzone do wzoru na 20 lat.

#### Ramka IV-1: Poprzedni i obecny wzór obliczania udziałów członkowskich w MFW

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: MFW (2011), *Quota Formula Review-Data Update and Issues*, Washington D.C., s. 4.

Założeniem prac prowadzonych nad nowym wzorem było to, aby odzwierciedlał on różne role, jakie pełnią udziały członkowskie w ramach działalności Funduszu. Wielkość gospodarki oraz wysokość rezerw walutowych ma wskazywać na skalę możliwości zasilania Funduszu przez dany kraj w środki finansowe, natomiast otwartość handlowa oraz czynnik zmienności mają określać potrzeby pożyczkowe tych krajów. Ponadto, według założeń reformy z 2008 r., jednoczesne zastosowanie dwóch miar PKB ma być spójne z różnymi rolami, jakie w operacjach Funduszu pełnią udziały członkowskie: wartość rynkowa PKB



odpowiadać ma roli udziałów przy operacjach finansowych Funduszu, a wartość PKB liczona według parytetu siły nabywczej – przy operacjach o charakterze niefinansowym (np. pomoc techniczna, działalność nadzorcza, statystyczna, czy badawcza). W praktyce wprowadzenie miary PKB według parytetu siły nabywczej miało prowadzić do zwiększania udziałów krajów z grupy gospodarek wschodzących.<sup>102</sup> Nowy wzór po raz pierwszy został użyty podczas doraźnego podwyższenia udziałów w 2008 r.

Obecnie obowiązujący wzór wciąż jednak nie satysfakcjonuje wielu krajów członkowskich, które wskazują m.in., że jego stosowanie w trakcie przeglądów udziałów wymaga podejmowania dodatkowych, doraźnych środków dostosowawczych, aby wynik końcowy był akceptowalny dla większości.<sup>103</sup> Wzór stosowany jest arbitralnie - np. w ramach doraźnego podwyższenia udziałów w 2008 r. część państw rozwiniętych zrezygnowała z przysługującej im podwyżki, a dla wybranych krajów rozwijających się i z grupy rynków wschodzących wprowadzono minimalny próg podwyżki, do jakiego miały prawo nawet w przypadku, gdyby wzór wskazywał na niższy udział.<sup>104</sup> Z kolei, w przypadku 14. ogólnego przeglądu, 60% podwyższonego udziału rozdysponowane zostało na podstawie wzoru, a 40% poprzez inne mechanizmy dostosowawcze.<sup>105</sup> Dostosowania polegały na przesunięciu ustalonego arbitralnie procentu głosów (ponad 6%) od krajów nadreprezentowanych do niedoreprezentowanych oraz na rzecz dynamicznych gospodarek wschodzących i państw rozwijających się (EMDCs), przy jednoczesnej ochronie udziałów państw najuboższych.

Biorąc pod uwagę powyższe czynniki oraz doświadczenie ostatnich podwyższeń udziałów, Rada Gubernatorów MFW zdecydowała, że do stycznia 2013

<sup>102</sup> por. R. Bryant (2008), *Reform of IMF Quota Shares and Voting Shares: a Missed Opportunity*, April, Brookings Institution, Washington D.C. oraz R. Bryant (2008), *Reform of Quota and Voting Shares in the International Monetary Fund: "Nothing" Is Temporarily Preferable to an Inadequate "Something"*, February, Brookings Institution, Washington D.C.

<sup>103</sup> MFW (2011), *Quota Formula Review...*, *op.cit.*, s. 3.

<sup>104</sup> Szerzej: M. Grotte, A. Życieńska (2011), *Międzynarodowy Fundusz Walutowy...*, *op.cit.*

<sup>105</sup> MFW (2011), *Quota Formula Review...*, *op.cit.*, s. 5.



r., a więc przed 15. ogólnym przeglądem udziałów (styczeń 2014 r.), ma zostać dokonana kolejna rewizja istniejącego wzoru.<sup>106</sup>

### ***Uzupełniające źródła finansowania Funduszu***

Do instrumentów stanowiących uzupełnienie środków pochodzących z udziałów członkowskich i zasilających Rachunek Zasobów Ogólnych MFW zaliczają się: porozumienia wielostronne (Ogólne Porozumienia Pożyczkowe /ang. *General Arrangements to Borrow – GAB*/ oraz Nowe Porozumienia Pożyczkowe /ang. *New Arrangements to Borrow – NAB*/), pożyczki dwustronne oraz instrumenty dłużne. Instrumenty te mają charakter dobrowolny - zgodnie z Umową o MFW, państwo członkowskie nie jest zobowiązane do ich udzielenia.<sup>107</sup>

#### ○ Porozumienia wielostronne

Ogólne Porozumienia Pożyczkowe (GAB) oraz Nowe Porozumienia Pożyczkowe (NAB) są formą dodatkowego finansowania działalności MFW przez państwa członkowskie poprzez udzielanie Funduszowi oprocentowanych pożyczek podlegających zwrotowi w okresie wynikającym z Decyzji o ich ustanowieniu oraz kolejnych decyzji dotyczącej uruchomienia środków (tzw. aktywacji).

**Ogólne Porozumienia Pożyczkowe (GAB)** zostały zawarte w 1962 r. z dziesięcioma najbogatszymi krajami świata (w 1964 r. dołączyła Szwecja).<sup>108</sup> Kraje te wyraziły zgodę na wykorzystanie ich walut na pożyczki dla tych spośród nich, które będą miały trudności z bilansem płatniczym.<sup>109</sup> W latach 80. pomoc Funduszu udzielana ze środków w ramach GAB została rozszerzona również na pozostałe kraje członkowskie MFW. Dodatkowo, od 1978 r., zawierane są cykliczne

<sup>106</sup> Rezolucja Rady Gubernatorów 66-2 z dnia 15 grudnia 2010 r.

<sup>107</sup> Umowa o MFW, Art. VII, Ustęp 1(i).

<sup>108</sup> tj. Belgia, Deutsche Bundesbank, Francja, Japonia, Kanada, Włochy, Holandia, Sveriges Riksbank, USA, Wielka Brytania.

<sup>109</sup> J.M. Boughton (2012), *Tearing down walls...*, *op.cit.*, s. 789-790.

porozumienia z Arabią Saudyjską (o wartości 1,5 mld SDR), które zwiększają środki dostępne w ramach GAB.<sup>110</sup>

Porozumienia GAB były dziesięciokrotnie odnawiane, ostatnio w listopadzie 2007 r. (na okres 5 lat, licząc od grudnia 2008 r.). Wartość umów w ramach GAB na lata 2008-2013 opiewa na łączną kwotę 17 mld SDR. Decyzja o uruchomieniu środków GAB podejmowana jest jednogłośnie przez uczestników porozumienia. Do tej pory środki finansowe udostępnione MFW w ramach GAB uruchamiane były dziesięciokrotnie.<sup>111</sup>

Mając na uwadze zwiększone zapotrzebowanie na środki MFW po kryzysie meksykańskim w 1994 r., a także stosunkowo wąskie grono uczestników porozumienia GAB i związane z tym ograniczenia decyzyjne (część europejskich uczestników GAB sprzeciwiała się wykorzystaniu środków w ramach porozumienia w trakcie kryzysu meksykańskiego), przedstawiciele państw członkowskich Funduszu uznali, że istnieje potrzeba stworzenia równoległego, bardziej elastycznego mechanizmu, który grupowałby większą ilość krajów, również spoza grona krajów rozwiniętych.<sup>112</sup> Pozwoliłoby to jednocześnie podwoić wielkość środków uzupełniających Funduszu do wykorzystania w przypadku ewentualnych przyszłych kryzysów finansowych.

W związku z powyższym, w 1997 r. Rada Wykonawcza MFW podjęła Decyzję o utworzeniu Nowych Porozumień Pożyczkowych – ang. *New Arrangements to Borrow NAB*.<sup>113</sup> Decyzja weszła w życie w listopadzie 1998 r.. Porozumienia NAB zostały zawarte między MFW a grupą 25 krajów członkowskich i instytucji z państw członkowskich MFW. Obok państw rozwiniętych, w gronie uczestników NAB znalazły się m.in. Maleszja, Tajlandia, Kuwejt. Porozumienia

<sup>110</sup> *Ibidem*.

<sup>111</sup> *IMF Standing Borrowing Arrangements*, International Monetary Fund Factsheet, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/gabnab.pdf>

<sup>112</sup> J.M. Boughton (2012), *Tearing down walls...*, *op.cit.*, s. 791.

<sup>113</sup> Decyzja nr 11428-(97/6) Rady Wykonawczej MFW z dnia 27 stycznia 1997 r., zmieniona decyzją Rady nr 14577-(10/35) z dnia 12 kwietnia 2010 r., która weszła w życie w dniu 11 marca 2011 r.

NAB zawierane są na okres 5 lat i podlegają odnowieniu minimum co 5 lat. Dotychczas były odnawiane trzykrotnie, ostatnio w listopadzie 2011 r. (na 5 lat, licząc od listopada 2012 r.). Z dniem 14 lutego 2003 r. do grona 25. uczestników NAB dołączył bank centralny Chile.<sup>114</sup>

O dalszym rozszerzeniu i modyfikacji NAB Rada Wykonawcza MFW zadecydowała 12 kwietnia 2010 r., podejmując Decyzję nr 14577-(10/35).<sup>115</sup> Decyzja weszła w życie 11 marca 2011 r., a do najważniejszych zmian wprowadzonych w jej ramach należą:

- dziesięciokrotne zwiększenie wielkości środków dostępnych w ramach NAB - z 34 mld SDR do 367,5 mld SDR;
- rozszerzenie NAB o nowych członków - z 26 do 39;
- zmiana zasady aktywacji środków NAB, poprzez wprowadzenie systemu jednorazowej aktywacji (ang. *general activation period*), o określonym czasie obowiązywania i ustalonym całkowitym limicie ciągnięcia;
- dopuszczenie wykorzystania środków z NAB do finansowania każdego rodzaju płatności pochodzących z Rachunku Zasobów Ogólnych MFW.

Ponadto, w związku z dziesięciokrotnym zwiększeniem wielkości środków dostępnych w ramach NAB, w Decyzji z 12 kwietnia 2010 r. wprowadzono zmiany, które umożliwiły utrzymanie traktowania przez uczestników NAB całości ich należności względem MFW jako oficjalnych aktywów rezerwowych, poprzez zapewnienie pełnego i natychmiastowego zwrotu pożyczonych środków na rzecz krajów wierzycieli w sytuacji wystąpienia problemów w bilansie płatniczym tych krajów (tzw. zasada *immediate encashability*).

Środki w ramach NAB mogą zostać użyte jedynie w sytuacji, gdy zajdzie potrzeba uzupełnienia środków pochodzących z udziałów członkowskich.<sup>116</sup> Warto

<sup>114</sup> Komunikat MFW, nr 03/35 z dnia 13 marca 2003 r.

<sup>115</sup> Decyzja nr 14577-(10/35) z dnia 12 kwietnia 2010 r.

<sup>116</sup> Decyzja o NAB, Paragraf 5(a)

4

jednocześnie podkreślić, że NAB jest instrumentem wykorzystywanym w pierwszej kolejności w stosunku do GAB, a propozycja ciągnięcia środków w ramach GAB może zostać przedłożona jedynie w przypadku, gdy uczestnicy NAB nie wyrażą zgody na aktywację środków pochodzących z NAB.<sup>117</sup>

W kwestii udostępnienia pożyczki w ramach NAB (ustanowienie tzw. okresu aktywacji) decydującą rolę odgrywa Dyrektor Zarządzający MFW.<sup>118</sup> To Dyrektor Zarządzający, po nieformalnej konsultacji z Radą Wykonawczą MFW i uczestnikami NAB, ocenia, czy i z jakich powodów konieczne jest zasilenie Funduszu środkami z NAB. Propozycja Dyrektora Zarządzającego, skierowana do uczestników NAB w sprawie aktywacji środków z NAB jako dodatkowego finansowania MFW, zawiera przede wszystkim informację uzasadniającą, jak również proponowany okres aktywacji (maksymalnie 6 miesięcy) oraz maksymalną ogólną wartość wezwań do zapłaty wynikającą z udziałów poszczególnych uczestników w NAB.

W porównaniu z GAB, NAB jest instrumentem bardziej elastycznym - aktywacja środków NAB wymaga zgody większości uczestników reprezentujących 85% całkowitych zobowiązań w ramach NAB uprawnionych do głosowania, a następnie przyjęcia przez Radę Wykonawczą MFW.<sup>119</sup> Natomiast, w przypadku GAB Decyzja o uruchomieniu środków musi być podjęta jednogłośnie.

Planowanie wykorzystania środków z NAB odbywa się w cyklu kwartalnym. Co kwartał Rada Wykonawcza MFW zatwierdza dokument (ang. *Resource Mobilization Plan* - RMP) zawierający listę uczestników NAB, których środki mogą być użyte w trakcie aktywacji i określający, proporcjonalnie do udziałów w NAB, maksymalne kwoty o przekazanie których może wystąpić Fundusz do indywidualnych uczestników w danym okresie aktywacji.<sup>120</sup>

---

<sup>117</sup> Decyzja o NAB, Paragraf 21 (a)

<sup>118</sup> Decyzja o NAB, Paragraf 5

<sup>119</sup> Decyzja o NAB, Paragraf 5

<sup>120</sup> Decyzja o NAB, Paragraf 6

o Porozumienia dwustronne

Kolejnym instrumentem uzupełniającego finansowania MFW są pożyczki dwustronne. Fundusz zwraca się z propozycją udziału w pożyczkach tylko do wybranych krajów tj. przede wszystkim do tych, w których nie występują napięcia w bilansie płatniczym. W tym kontekście należy podkreślić, że przyznanie danemu państwu dostępu do Elastycznej Linii Kredytowej MFW (FCL) nie ogranicza możliwości tego kraju do udzielenia MFW pożyczki dwustronnej, pod warunkiem, że środki w ramach FCL nie zostaną faktycznie użyte.

Główne elementy umów pożyczek dwustronnych zawartych przez Fundusz w latach 2008-2011:

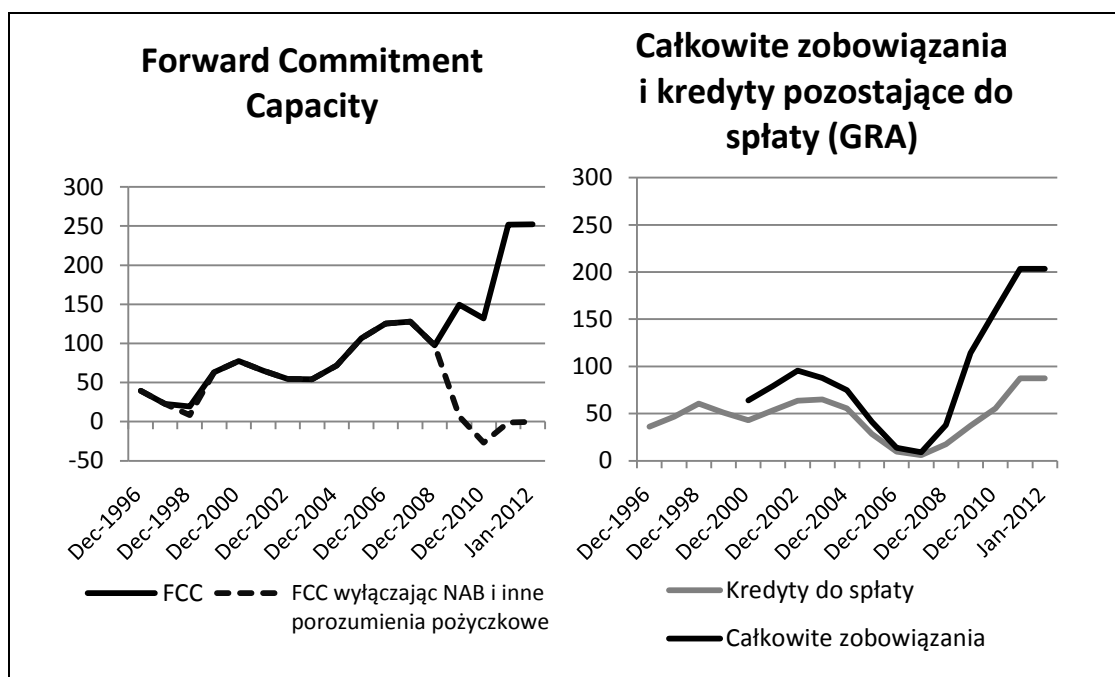
- Pożyczki miały charakter czasowy – udostępnione na ich podstawie środki są zwracane pożyczkodawcy w uzgodnionym w umowie terminie.
- Środki w ramach pożyczek dwustronnych były przekazywane na Rachunek Zasobów Ogólnych MFW, co oznacza, że pożyczkobiorcą był sam Fundusz, który następnie korzysta z udostępnionych środków w sytuacji gdy uzna to za zasadne, biorąc pod uwagę bieżące potrzeby finansowe.
- Podobnie jak w NAB, w umowach pożyczek dwustronnych zawarta była zasada natychmiastowej dostępności środków dla pożyczkodawcy (ang. *immediate encashability*), tj. kraj-pożyczkodawca otrzymuje na żądanie wcześniejszą spłatę wszystkich lub części niespłaconych przez Fundusz ciągnięć, gdy oświadczy, że potrzebę wcześniejszej spłaty uzasadniają stan bilansu płatniczego i pozycja rezerwowa, a Fundusz, dając pełną wiarę temu oświadczeniu, potwierdzi, że istnieje potrzeba dokonania wcześniejszej spłaty środków. Zastosowanie tej zasady umożliwi traktowanie środków udostępnionych w ramach pożyczki jako części oficjalnych aktywów rezerwowych krajów- pożyczkodawców.
- Niepodporządkowanie zobowiązań wynikających z pożyczki dwustronnej – zgodnie z zapisami umów pożyczek dwustronnych, Fundusz zobowiązał się

nie podejmować żadnych działań, które prowadziłyby do podporządkowania spłaty wierzytelności wynikających z umowy pożyczki dwustronnej, wierzytelnościom wynikającym z innych pożyczek.

### C. Zwiększenie zasobów finansowych MFW

Zdolności pożyczkowe MFW ograniczone są miarą płynności wynikającą z wysokości środków zgromadzonych na Rachunku Zasobów Ogólnych, określanej jako *Forward Commitment Capacity* (FCC). FCC wyraża wartość niezaangażowanych zasobów MFW możliwych do wykorzystania w ciągu jednego roku, po uwzględnieniu odpowiedniej rezerwy. Do FCC wliczane są zarówno środki pochodzące z udziałów członkowskich, jak i z tymczasowego uzupełniającego finansowania Funduszu.

Bez tymczasowego zwiększenia finansowania w formie porozumień dwu- i wielostronnych, już w połowie 2009 r. FCC spadłby do zera, co oznaczałoby uniemożliwienie działalności pożyczkowej Funduszu (Rysunek IV-5). W przeszłości, gdy FCC spadał w okolice zera, MFW podejmował działania na rzecz zwiększenia swoich zasobów, również poprzez finansowanie uzupełniające. Dla przykładu, w 1998 r., w trakcie kryzysu azjatyckiego środki finansowe Funduszu zostały zwiększone poprzez ogólne podwyższenie udziałów członkowskich o 45% w ramach jedenastego. ogólnego przeglądu udziałów, jak również dzięki wejściu w życie Decyzji ustanawiającej NAB (Rysunek IV-5).



**Rysunek IV-5: Forward Commitment Capacity, całkowite zobowiązania i kredyty pozostające do spłaty 1996-2012 (mld SDR).** Całkowite zobowiązania w ramach GRA=kredyty pozostające do spłaty + przyznane ale nie wykorzystywane środki na kredyty.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MFW.

Ze względu na znaczące zaangażowanie środków finansowych MFW w pierwszych miesiącach kryzysu (przełom lat 2008/2009) oraz na prognozowany rosnący popyt na pożyczki Funduszu ze strony kolejnych krajów członkowskich, spodziewana była całkowita utrata zdolności pożyczkowych Funduszu.<sup>121</sup> Dlatego MFW został zmuszony do szybkiego i adekwatnego uzupełnienia swoich środków finansowych.

Podstawowym sposobem zwiększania zasobów Funduszu jest podwyższenie udziałów członkowskich. Jednak jest to proces czasochłonny nie tylko ze względów proceduralnych (konieczność przeprowadzenia długotrwałych procesów ratyfikacyjnych w poszczególnych państwach członkowskich), ale głównie dlatego, że związany jest z trudnymi negocjacjami politycznymi między członkami MFW,

<sup>121</sup> MFW (2009), *Review of the Adequacy of and Options for Supplementing Fund Resources*, January, IMF, Washington D.C., s. 13.



których wyniki mają następnie bezpośrednie przełożenie na rozkład siły głosów w ramach Funduszu.

W porównaniu z procesem podwyższenia udziałów, znacznie szybszym sposobem zwiększenia zasobów Funduszu w sytuacji kryzysowej są dwustronne i wielostronne porozumienia pożyczkowe zawierane przez MFW z poszczególnymi krajami członkowskimi lub instytucjami z tych krajów.

Tym samym, mając na uwadze konieczność szybkiego zwiększenia zasobów MFW w okresie po upadku Lehman Brothers, Fundusz – w pierwszej kolejności - zdecydował się na pozyskanie finansowania uzupełniającego w ramach porozumień dwustronnych (pożyczki dwustronne i instrumenty dłużne). Następnie przyjęto decyzję o zwiększeniu wielkości środków dostępnych w ramach wielostronnego porozumienia pożyczkowego NAB. Równoległe z powyższymi działaniami prowadzone były prace w ramach najbardziej czasochłonnego procesu pozyskiwania zwiększonego finansowania tj. podwyższenia udziałów członkowskich w ramach 14. ogólnego przeglądu udziałów.

Działania MFW na rzecz zwiększenia środków finansowych były wspierane i częściowo motywowane decyzjami podejmowanymi na forum grupy G20/G7. W lutym 2009 r. podczas spotkania grupy G7, Dyrektor Zarządzający MFW poinformował o potrzebie podwojenia środków finansowych Funduszu z ok. 250 mld USD do 500 mld USD. Podczas londyńskiego szczytu grupy G20 w kwietniu 2009 r. ustalono, że środki Funduszu powinny zostać potrojone do 750 mld USD.<sup>122</sup> W ramach powyższej kwoty 250 mld USD miało zostać przekazane MFW natychmiast, w postaci umów z krajami członkowskimi w sprawie pożyczek dwustronnych. Założono jednocześnie, że w przyszłości środki te zostaną włączone w rozszerzoną i zmodyfikowaną formułę Nowych Porozumień Pożyczkowych NAB

<sup>122</sup> G-20 (2009a), *Declaration on Delivering Resources through the International Financial Institutions*, April 2009, G-20, London, <http://www.g20.org/images/stories/canalfinan/docs/uk/09desp.pdf>  
G-20 (2009c), *The Global Plan for Recovery and Reform*, Leaders Statement, April 2009, G-20, London, <http://www.g20.org/images/stories/canalfinan/docs/uk/07finalcomu.pdf>



(po spełnieniu warunków koniecznych dla jej wejścia w życie). Jednocześnie uzgodniono, że docelowa wartość NAB osiągnąć ma 500 mld USD.

W okresie od lutego 2009 r. do marca 2011 r. podpisanych zostało 19 pożyczek dwustronnych i 3 porozumienia o zakupie obligacji MFW o łącznej wartości 362,5 mld USD (ok. 234,5 mld SDR), jako finansowanie pomostowe do czasu wprowadzenia rozszerzonego i zwiększonego NAB.<sup>123</sup> Wśród pożyczkodawców znalazła się Japonia (100 mld USD), 16 krajów Unii Europejskiej (178 mld USD), Norwegia (4,5 mld USD) oraz Kanada (10 mld USD). Ponadto Chiny, Brazylia i Indie udostępniły MFW swoje środki w ramach dwustronnych porozumień o zakupie obligacji (*ang. Note Purchase Agreements, NPA*) o wartości 50 mld USD (Chiny) i po 10 mld USD (Brazylia i Indie).

Z kolei, z dniem wejścia w życie Decyzji Rady Wykonawczej MFW o rozszerzeniu oraz modyfikacji dotychczasowego NAB (11 marca 2011 r.), dziesięciokrotnie zwiększona została wartość wielostronnych porozumień pożyczkowych NAB - z 34 mld SDR do 367,5 mld SDR.

Równoległe z powyższymi działaniami mającymi na celu czasowe zwiększenie uzupełniającego finansowania MFW w sytuacji kryzysu, na forum MFW toczyły się prace nad pakietem reform oraz podwyższeniem udziałów członkowskich w ramach 14. ogólnego przeglądu udziałów. Na poziomie Funduszu zakończyły się one 15 grudnia 2010 r. przyjęciem przez Radę Gubernatorów MFW Rezolucji nr 66-2 w sprawie 14. ogólnego przeglądu udziałów i reformy Rady Wykonawczej MFW.<sup>124</sup> Zgodnie z jej zapisami podwyższenie udziałów nastąpi nie wcześniej niż w dniu wejścia w życie proponowanej w Rezolucji Poprawki do Umowy o MFW, tj. z datą potwierdzenia przez Fundusz, że 3/5 krajów członkowskich, reprezentujących 85% wszystkich głosów, zaakceptowało tę poprawkę oraz nie wcześniej, niż po stwierdzeniu przez Radę Wykonawczą MFW,

<sup>123</sup> Bank centralny Szwajcarii (SNB) również negocjował umowę w sprawie pożyczki dwustronnej. Ostatecznie, w związku z wejściem w życie w marcu 2011 r. Decyzji w sprawie zwiększenia NAB, środki zostały bezpośrednio przekazane do zwiększonego NAB.

<sup>124</sup> Rezolucja jest wciąż przedmiotem ratyfikacji w poszczególnych państwach członkowskich.

że kraje członkowskie reprezentujące nie mniej niż 70% całkowitej liczby udziałów wyraziły zgodę na zwiększenie swoich udziałów.

Po spełnieniu powyższych wymagań i wejściu w życie 14. przeglądu, udziały członkowskie zostaną podwojone z obecnych 238,4 mld SDR do 476,8 mld SDR. Będzie to najwyższe w historii MFW podwyższenie udziałów.

Poza zwiększeniem łącznej wielkości udziałów Funduszu, celem podwyższenia uzgodnionego w 2010 r. było również dostosowanie udziałów i siły głosów krajów członkowskich do ich rzeczywistej pozycji w gospodarce światowej. W wyniku podjętych decyzji nastąpiło przesunięcie ponad 6% głosów od krajów nadreprezentowanych do niedoreprezentowanych, oraz ponad 6% głosów na rzecz dynamicznych gospodarek wschodzących i państw rozwijających się. Na uwagę zasługuje istotny wzrost pozycji tzw. krajów BRICS (Brazylia, Rosja, Indie, Chiny oraz RPA). Po wejściu w życie podjętych ustaleń wszystkie państwa tej grupy (z wyjątkiem RPA) znajdują się wśród 10 największych udziałowców MFW, a Chiny awansują na miejsce 3. W pierwszej dziesiątce największych udziałowców Funduszu nie znajdują się już Arabia Saudyjska oraz Kanada.

W przeszłości środki uzupełniające pożyczone Funduszowi stanowiły maksymalnie 30% wysokości udziałów. Przed wejściem w życie zwiększenia wielkości NAB ( marzec 2011 r.), stosunek środków z NAB do wysokości udziałów członkowskich wynosił 14%. Natomiast, już w trakcie kryzysu, po wejściu w życie 10-krotnego zwiększenia NAB, wielkość NAB aż 1,5-krotnie przekraczała wielkość zasobów pochodzących z udziałów członkowskich. Dlatego też, mając na celu utrzymanie relacji między wielkością udziałów (jako podstawowego źródła finansowania działalności MFW), a wielkością NAB, w Rezolucji nr 66-2 Rada Wykonawcza Funduszu zobowiązana została do dokonania - podczas planowanego przeglądu NAB (listopad 2011r.) - zmniejszenia zasobów NAB, przy zachowaniu stosownych proporcji między udziałami poszczególnych państw członkowskich.

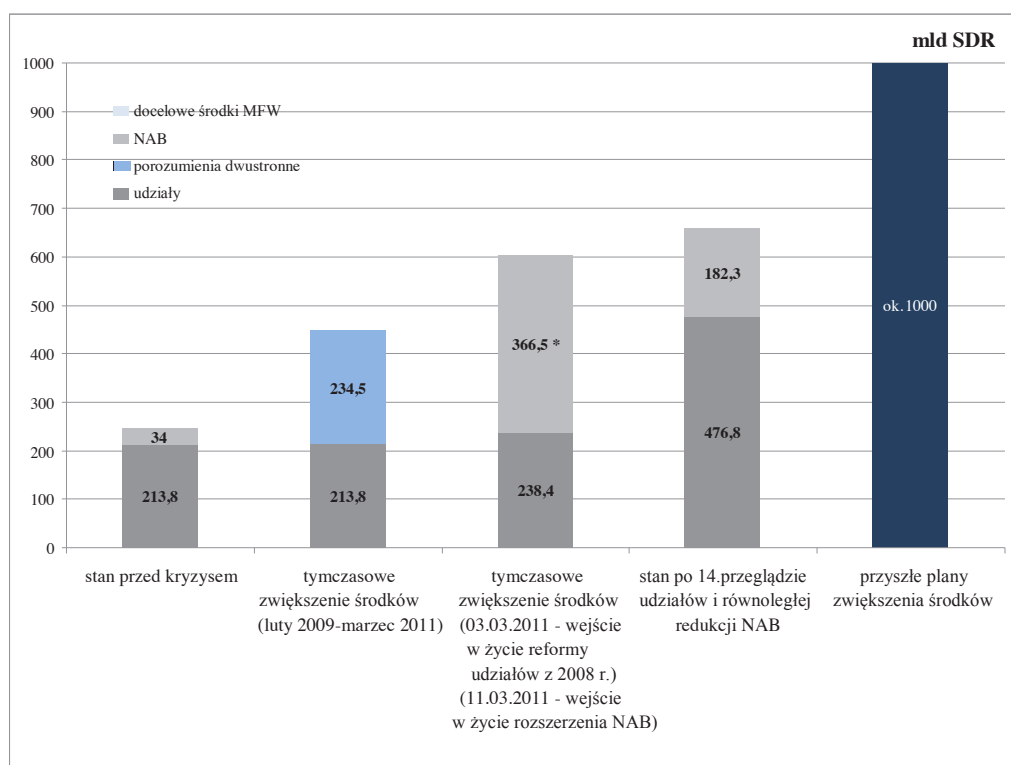
Zmniejszenie wielkości NAB jest bezpośrednio związane z decyzją MFW o podwyższeniu udziałów w ramach 14. ogólnego przeglądu udziałów. Pozwala to na

utrzymanie - na obecnym poziomie - zaangażowania finansowego państw członkowskich, zachowanie płynności środków finansowych MFW oraz utrzymanie relacji między wielkością udziałów, a wielkością NAB. Zgodnie z powyższą Rezolucją zmniejszenie zasobów NAB będzie mieć miejsce w momencie wejścia w życie podwyższenia udziałów dla członków w ramach 14. ogólnego przeglądu.<sup>125</sup> Całkowita wielkość zasobów w ramach NAB zostanie zmniejszona z obecnych 369,99 mld SDR do 182,37 mld SDR i stanowić będzie 38% wartości udziałów członkowskich. Zmniejszenie zobowiązań kredytowych danego uczestnika w ramach NAB ma wejść w życie w dniu, w którym dokona on płatności z tytułu podwyższenia udziałów wynikających z 14. ogólnego przeglądu udziałów oraz po wyrażeniu zgody przez uczestników NAB reprezentujących 85% wszystkich zobowiązań, w tym wszystkich uczestników, których wielkość zobowiązań kredytowych ulegnie zmianie. Wprowadzenie takiego rozwiązania pozwala na zachowanie płynności środków finansowych MFW oraz chroni państwa przed ryzykiem opłacenia nowych udziałów bez równoczesnej gwarancji zmniejszenia środków w ramach NAB (ryzyko podwójnej ekspozycji).

Wartość zasobów finansowych w dyspozycji MFW po wejściu w życie podwyższenia udziałów w ramach 14. ogólnego przeglądu i równoległej redukcji NAB wynosić będzie 659 mld SDR, tj. ponad 1 bln USD (Rysunek IV-6).

---

<sup>125</sup> Wciąż nie zostały spełnione warunki pozwalające na wejście w życie podwyższenia udziałów.



\* bez Irlandii i Grecji, które są potencjalnymi członkami NAB, ale nie przystąpiły do porozumienia (stan na dzień 30 czerwca 2012)

#### Rysunek IV-6: Wartość środków pochodzących z udziałów członkowskich i porozumień pożyczkowych w różnych odstępach czasowych (mld SDR)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie MFW.

#### D. Dalsze wzmocnienie zasobów finansowych MFW

W listopadzie 2011 r., na posiedzeniu w Cannes, przywódcy państw G20 ustalili, że niezbędne jest podjęcie dalszych kroków na rzecz przywrócenia globalnej stabilności finansowej, a w szczególności przeciwdziałania ewentualnym globalnym konsekwencjom kryzysu zadłużeniowego w niektórych krajach strefy euro. W tym celu zadeklarowali gotowość do działań mających na celu pozyskanie przez MFW dodatkowych zasobów finansowych, co umożliwiłoby Funduszowi zwiększenie skali jego działań pomocowych.

Na posiedzeniu Rady Europejskiej (9 grudnia 2011 r.) ustalono, że państwa strefy euro oraz pozostałe państwa członkowskie rozważą i potwierdzą (w ciągu 10 dni) wniesienie dodatkowych środków na rzecz MFW w maksymalnej kwocie 200

mld EUR, w postaci pożyczek dwustronnych.<sup>126</sup> Jednocześnie wyrażono oczekiwanie wobec pozostałej społeczności międzynarodowej, że zadeklaruje podobny wkład finansowy na rzecz MFW.

W przyjętym 19 grudnia 2011 r. oświadczeniu ministrów finansów państw UE w sprawie zasobów finansowych MFW potwierdzono, że państwa strefy euro prześlą Funduszowi łączną kwotę 150 mld euro, w ramach pożyczek dwustronnych.<sup>127</sup> Środki te zostaną przekazane na Rachunek Zasobów Ogólnych Funduszu. Wkład finansowy poszczególnych państw został wyliczony w oparciu o wielkość ich udziału w MFW, zgodnie z kluczem zawartym w 14. ogólnym przeglądzie udziałów, przyjętym w grudniu 2010 r. Po raz kolejny wyrażono oczekiwanie, że pozostali członkowie G20, jak również inne państwa członkowskie MFW włączą się w proces zwiększania zasobów finansowych MFW.

Deklaracje kolejnych państw o udziale w zwiększeniu zasobów finansowych MFW zostały złożone w czasie Szczytu G20 w Los Cabos (18-19 czerwca 2012 r.) - łączna wysokość środków zadeklarowanych przez poszczególne państwa na zwiększenie zasobów finansowych MFW wyniosła blisko 456 mld USD (UE – 240,1 mld USD, w tym strefa euro – 197,9 mld USD; inne kraje – 215,8 mld USD).<sup>128</sup> Nowe środki finansowe zwiększą zasoby MFW do blisko 1 bln SDR (blisko 1,5 bln USD) – Rysunek IV-5. Deklaracje wzmocnienia potencjału Funduszu zostały złożone przez 37 krajów członkowskich posiadających ok. 3/5 całości udziałów Funduszu.

Pierwsze siedem dwustronnych umów pożyczkowych (Japonia, Deutsche Bundesbank, Francja, Banca d'Italia, Norges Bank, Danmarks Nationalbank, Arabia Saudyjska) zostało podpisanych w czasie Dorocznych Spotkań MFW i BŚ w Tokio w październiku 2012 r.

<sup>126</sup> *Statement by the Euro Area Heads of State and Government*, Bruksela, 9 grudnia 2011 r.

<sup>127</sup> *EU Finance Ministers statement on IMF resources*, Bruksela, 19 grudnia 2011 r.

<sup>128</sup> *G20 Leaders' Declaration, Los Cabos*, 18-19 czerwca 2012 r.

## E. Udział Polski w zwiększaniu środków finansowych MFW

### Podwyższenie udziałów w ramach 14. ogólnego przeglądu udziałów

W wyniku 14. ogólnego przeglądu udziału Polski w MFW wzrosło z 0,708% do 0,859%, a w ujęciu nominalnym - z 1 688,4 mln SDR do poziomu 4 095,4 mln SDR. Powyższa zmiana przeniesie Polskę w rankingu udziałowców MFW z miejsca 30 na 23. Natomiast, biorąc pod uwagę jedynie państwa UE, Polska pod względem wielkości udziału wyprzedzi Austrię i Danię, awansując z miejsca 11 na 9. Zgodnie z Art. 5 ust. 1a ustawy o Narodowym Banku Polskim, po wejściu w życie podwyższenia udziałów, udziały przysługujące Polsce zostaną opłacone przez Narodowy Bank Polski.<sup>129</sup>

### Nowe Porozumienia Pożyczkowe NAB

W ramach czasowego zwiększenia zasobów finansowych MFW, Narodowy Bank Polski od 15 listopada 2011 r. jest uczestnikiem Nowych Porozumień Pożyczkowych NAB. Jako uczestnik NAB, NBP pozostaje w gotowości do wypłacenia MFW oprocentowanej pożyczki, do kwoty odpowiadającej 2,53 mld SDR. Przystąpienie NBP do NAB stanowi realizację zobowiązań Polski do udziału w czasowym zwiększeniu zasobów finansowych MFW, podjętych na szczeblu Unii Europejskiej (decyzje Rady Europejskiej z marca i czerwca 2009 r.). Środki udostępnione MFW w ramach NAB zaliczają się do oficjalnych aktywów rezerwowych NBP. Zgodnie z planowanym zmniejszeniem NAB, w momencie opłacenia przez NBP zwiększonego udziału Polski w MFW w ramach 14. ogólnego przeglądu udziałów, wielkość finansowego zaangażowania NBP w ramach NAB zmniejszy się z obecnych 2,53 mld SDR do 1,28 mld SDR.

### Czasowe zwiększenie zasobów MFW – umowy pożyczek dwustronnych

9 grudnia 2011 r. Zarząd NBP wydał oświadczenie odnoszące się do propozycji Rady Europejskiej, w którym poparto działania zmierzające do stabilizacji sytuacji gospodarczej w strefie euro oraz wyrażono nadzieję, że

<sup>129</sup> „NBP pokrywa ze środków własnych wydatki związane z członkostwem Rzeczypospolitej Polskiej w Międzynarodowym Funduszu Walutowym”.

proponycje wypracowane przez Radę Europejską będą stanowić skuteczny element poprawy sytuacji w strefie euro, uznając je za niezwykle istotne dla pomyślnego rozwoju sytuacji gospodarczej w Polsce. W oświadczeniu wskazano, że gdy proponycje działań na rzecz stabilizacji sytuacji w strefie euro przyjmą kształt konkretnych rozwiązań, Zarząd NBP jest gotów je rozważyć i podjąć odpowiednie decyzje dotyczące skali i zaangażowania Banku.

16 stycznia 2012 r. Minister Finansów wystąpił do NBP z wnioskiem o udzielenie przez NBP pożyczki dwustronnej MFW, w kwocie 6,27 mld euro. Na posiedzeniu 20 stycznia 2012 r. Zarząd NBP postanowił przychylić się do prośby Ministra Finansów i upoważnił Prezesa NBP do zadeklarowania wobec rządu RP i MFW gotowości partycypacji NBP w czasowym zwiększeniu zasobów finansowych MFW w formie pożyczki bilateralnej. Ostateczna decyzja o udzieleniu pożyczki na rzecz MFW ma zostać podjęta przez Zarząd NBP po uzgodnieniu z MFW warunków umowy.

## F. Podsumowanie

Analizując akcję pożyczkową MFW od drugiej połowy 2008 r. do końca 2011 r. należy stwierdzić, że reakcja Funduszu na potrzeby krajów członkowskich w trakcie światowego kryzysu finansowego i gospodarczego była natychmiastowa i na dużą skalę, zarówno pod względem wartości udzielonych pożyczek, jak i liczby krajów, którym zostały one przyznane. Ponadto Fundusz elastycznie reagował na rosnący popyt na swoje środki, z odpowiednim wyprzedzeniem uruchamiając proces ich zwiększania, w czym aktywnie wspierany był na forum grupy G7/G20. w pierwszej kolejności MFW zwiększył swoje finansowanie uzupełniające:

- W latach 2008-2011 Fundusz zawarł 22 porozumienia dwustronne (pożyczki dwustronne oraz porozumienia o zakupie obligacji Funduszu), które stanowiły tzw. finansowanie pomostowe do czasu wejścia w życie decyzji o zwiększeniu wielkości środków w ramach porozumień wielostronnych NAB.



- Następnie, 11 marca 2011 r. weszła w życie Decyzja dziesięciokrotnie zwiększająca wielkość środków dostępnych w ramach NAB oraz rozszerzająca grono uczestników porozumienia z 26 do 39 podmiotów.

Równoległe do procesu zwiększania finansowania uzupełniającego na forum MFW prowadzono prace nad podwyższeniem udziałów członkowskich w ramach 14. ogólnego przeglądu udziałów. Zakończyły się one przyjęciem Rezolucji nr 66-2, w wyniku której – po spełnieniu warunków koniecznych do jej wejścia w życie - podwojona zostanie wartość udziałów MFW oraz zwiększona siła gospodarek wschodzących i państw rozwijających się.

Ponadto, mając na uwadze problemy występujące w 2012 r. w niektórych krajach strefy euro, na forum MFW podjęto kolejne działania mające na celu zwiększenie czasowego finansowania uzupełniającego Funduszu w formie umów pożyczek dwustronnych i umów zakupu obligacji. Pierwsze z umów zostały podpisane w październiku 2012 r.

Na tle procesu znaczącego zwiększania środków MFW w sytuacji światowego kryzysu finansowego i gospodarczego, należy odnotować, że Polska aktywnie wsparła wysiłki MFW dążące do zwiększenia uzupełniającego finansowania Funduszu. Narodowy Bank Polski przystąpił do Nowych Porozumień Pożyczkowych NAB (listopad 2011 r.). Ponadto Zarząd NBP, odnosząc się do wniosku Ministra Finansów, wyraził gotowość uczestnictwa w czasowym zwiększeniu zasobów MFW w formie pożyczki dwustronnej. Jednocześnie wskazano, że ostateczna decyzja o udzieleniu pożyczki na rzecz MFW ma zostać podjęta przez Zarząd NBP po uzgodnieniu z MFW warunków umowy.

## V. UWAGI KOŃCOWE

Światowy kryzys finansowy i gospodarczy nie zakończył się, nie jest więc możliwa rzetelna i kompleksowa ocena skuteczności reakcji Funduszu na kryzys. Można oczekiwać, że podobnie jak w przypadku kryzysu azjatyckiego i argentyńskiego, dopiero po paru latach od ustabilizowania się sytuacji gospodarczej możliwe będzie wskazanie błędów, które zostały popełnione w procesie przygotowania gospodarczych programów dostosowawczych. Odrębnym zagadnieniem będzie także wskazanie odpowiedzialności za każdy element wdrażanego programu. O ile bowiem w przypadku poprzednich kryzysów Fundusz był głównym partnerem i doradcą zagranicznym krajów realizujących reformy gospodarcze, to w przypadku obecnego kryzysu istotną rolę odgrywają także instytucje europejskie: Komisja Europejska oraz Europejski Bank Centralny. To właśnie te instytucje, w przypadku programów dostosowawczych dla krajów strefy euro, wzięły na siebie główny ciężar finansowania programów dostosowawczych, co pośrednio wiąże się i z odpowiedzialnością za ich kształt. Omówienie rozszerzenia instrumentów finansowych instytucji europejskich w reakcji na kryzys, jak również omówienie przepływu wiedzy związanej z projektowaniem programów dostosowawczych z Funduszu do instytucji europejskich zasługuje na osobne opracowanie. Także i szczegółowe omówienie poszczególnych programów pomocowych dla poszczególnych krajów członkowskich przekracza ramy niniejszego opracowania.

Należy jednak wskazać, że reakcja MFW na kryzys zapoczątkowany w 2008 r. była niezwłoczna i opierała się na podstawowej zasadzie, które sprawdziła się w poprzednich kryzysach. Krajowi zagrożonemu brakiem dostępu do finansowania zagranicznego na skutek błędnej polityki gospodarczej udostępniane było finansowanie w odpowiedniej formie i na niezbędnym poziomie, a równolegle wymagano od władz krajowych przeprowadzenia dogłębnych reform gospodarczych. Skutki owych reform zmaterializują się jednak dopiero po kilku latach.

W podsumowaniu warto zaznaczyć istotną zmianę podejścia Funduszu do zakresu geograficznego i merytorycznego nadzoru. Na skutek kryzysu większego znaczenia nabrał nadzór nad krajami rozwiniętymi, dla których wyraźnie zaczęto wskazywać rozmiar niezbędnego dopasowania fiskalnego a także identyfikować inne zagrożenia w ramach *Vulnerability Exercise* i raportu o sytuacji zewnętrznej. W kontekście globalizacji gospodarek można także oczekiwać, że istotną rolę będą odgrywać analizy przenoszenia zagrożeń między krajami. Istotną zmianą jest również szersze uwzględnianie niedoskonałości systemu finansowego w przeprowadzanych przez Fundusz analizach.

5 Nie można pominąć bardzo szybkiego dostosowania instrumentów pożyczkowych Funduszu. Można stwierdzić, że wprowadzenie nowych instrumentów (np. FCL), a także modyfikacja istniejących instrumentów pożyczkowych (np. SBA) pozwala lepiej dopasować sposób finansowania kraju wdrażającego reformy gospodarcze. W odróżnieniu od poprzednich kryzysów, globalny charakter obecnego kryzysu ogranicza bowiem możliwość natychmiastowego dostosowania gospodarek i szybkiego zwiększenia roli eksportu w strukturze wzrostu gospodarczego.

Zmiana instrumentów pożyczkowych nie byłaby możliwa bez wsparcia ze strony krajów członkowskich, które chciały uczestniczyć w zwiększaniu zasobów Funduszu poprzez uczestnictwo w programie *New Arrangements to Borrow* oraz poprzez udzielenie szeregu pożyczek dwustronnych.

Instrument pożyczkowy MFW / rok utworzenia	Cel przyznania pożyczki	Okres dostępu do środków	Okres spłaty	Górne limity	Uwarunkowania	Częstotliwość przeglądów MFW dot. realizacji programów dostosowawczych	Możliwy charakter ostrożnościowy instrumentu
<b>Porozumienie Stand-By (SBA) / 1952 r.</b>	Zrównoważenie bilansu płatniczego o charakterze krótkoterminowym.	Od 12 do 18 miesięcy, z możliwością przedłużenia do 3 lat. <sup>131</sup>	3 ¼ -5 lat	<b>Rocznie:</b> 200% udziału członkowskiego <b>Kumulatywnie:</b> 600% udziału członkowskiego (brak limitu dla pożyczek przyznawanych na szczególnych zasadach <sup>132</sup> ).	<b>Warunkowość ex-post</b> Wpłata transzy pożyczki (z wyjątkiem pierwszej) następuje po pozytywnej ocenie przez MFW realizacji programu dostosowawczego.	Kwartalne	Tak
<b>Instrument Rozszerzonego Wsparcia (EFF) / 1974 r.</b>	Zrównoważenie bilansu płatniczego o charakterze strukturalnym (długoterminowym).	Do 3 lat lub w uzasadnionych okolicznościach do 4 lat. <sup>133</sup>	4 ½ -10 lat	<b>Rocznie:</b> 200% udziału członkowskiego <b>Kumulatywnie:</b> 600% udziału członkowskiego (podobnie jak w przypadku SBA - brak limitu dla pożyczek przyznawanych na szczególnych zasadach).	<b>Warunkowość ex-post</b> Wpłata transzy pożyczki (z wyjątkiem pierwszej) następuje po pozytywnej ocenie przez MFW realizacji programu dostosowawczego.	Kwartalne lub półroczne	Nie
<b>Elastyczna Linia Kredytowa (FCL) / 2009 r.</b>	Zapobieganie wybuchowi i rozprzestrzenieniu się kryzysu finansowo-gospodarczego w państwach o bardzo mocnych podstawach gospodarczych i finansowych, spełniających ustalone kryteria kwalifikacyjne.	Od 12 do 24 miesięcy.	3 ¼-5 lat	<b>Brak z góry określonego limitu</b> - wysokość przyznanych środków ustalana indywidualnie dla każdego z beneficjentów.	<b>Warunkowość ex-ante</b> Udostępnienie środków finansowych po spełnieniu wcześniej ustalonych, kryteriów kwalifikacyjnych, potwierdzających mocne fundamenty gospodarcze i finansowe. Po 12 miesiącach – MFW dokonuje oceny i potwierdza spełniania przez beneficjenta ww. kryteriów kwalifikacyjnych.	Okresowy przegląd po pierwszym roku obowiązywania.	Tak
<b>Ostrożnościowa Linia Płynnościowa (PLL) / 2011 r.</b>	Zaspokojenie potencjalnych lub bieżących potrzeb związanych z bilansem płatniczym krajów o solidnych podstawach gospodarczych, ale niekwalifikujących się do uzyskania dostępu do FCL. <sup>134</sup>	Od 12 do 24 miesięcy.	3 ¼ -5 lat	500% udziału członkowskiego, z możliwością zwiększenia do 1000% po 12 miesiącach od przyznania PLL	<b>Warunkowość ex-ante oraz ex-post</b> Decyzja o przyznaniu dostępu do środków finansowych - po spełnieniu wcześniej ustalonych kryteriów kwalifikacyjnych (ex-ante). Wpłata kolejnych transz następuje po pozytywnej ocenie przez MFW realizacji programu dostosowawczego (ex-post).	Półroczne	Tak
	Przeciwdziałanie krótkoterminowym napięciom w bilansie płatniczym (liquidity window).	6 miesięcy.			<b>Warunkowość ex-ante</b> Decyzja o przyznaniu dostępu do środków finansowych - po spełnieniu wcześniej ustalonych kryteriów kwalifikacyjnych		

Instrument wsparcia finansowego MFW stosowany w sytuacjach nadzwyczajnych						
<b>Instrument Szybkiego Reagowania (RFI) / 2011 r.</b>	Pilna potrzeba zrównoważenia bilansu płatniczego wynikająca z nadzwyczajnych okoliczności. <sup>136</sup>	-	3 ¼ -5 lat	<b>Rocznie:</b> 50% udziału członkowskiego <b>Kumulatywnie:</b> 100% udziału członkowskiego	Brak uwarunkowań <sup>137</sup>	Nie dotyczy  Nie
Porozumienia kredytowe na zasadach preferencyjnych w ramach programu PRGT (Poverty Reduction and Growth Trust)						
<b>Extended Credit Facility (ECF) / 2010 r.</b>	Zrównoważenie bilansu płatniczego o charakterze strukturalnym (długoterminowym).	3 lata, z możliwością przedłużenia o kolejne 2 lata.	5½ -10 lat	<b>Rocznie:</b> 100% udziału członkowskiego <b>Kumulatywnie:</b> 300% udziału członkowskiego	<b>Warunkowość ex-post</b> Wypłata transzy pożyczki (z wyjątkiem pierwszej) następuje po pozytywnej ocenie przez MFW realizacji programu dostosowawczego.	Półroczne (w wyjątkowych okolicznościach kwartalne) <sup>138</sup>  Nie
<b>Standby Credit Facility (SCF) / 2010 r.</b>	Zrównoważenie bilansu płatniczego o charakterze krótkoterminowym.	Od 12 do 24 miesięcy	4-8 lat	<b>Rocznie:</b> 100% udziału członkowskiego <b>Kumulatywnie:</b> 300% udziału członkowskiego (możliwość zwiększenia limitu dla porozumień na nadzwyczajnych zasadach) <sup>139</sup>	<b>Warunkowość ex-post</b> Wypłata transzy pożyczki (z wyjątkiem pierwszej) następuje po pozytywnej ocenie przez MFW realizacji programu dostosowawczego.	Półroczne (w wyjątkowych okolicznościach kwartalne)  Tak
<b>Rapid Credit Facility (RCF) / 2010 r.</b>	Pilna potrzeba zrównoważenia bilansu płatniczego wynikająca z szoków zewnętrznych lub klęsk żywiołowych.	-	5½-10 lat	<b>Rocznie:</b> 25% - 50% udziału członkowskiego <b>Kumulatywnie:</b> 75% - 100% udziału członkowskiego	Brak uwarunkowań <sup>140</sup>	Nie dotyczy  Nie

### Zestawienie instrumentów pożyczkowych stosowanych przez MFW

Źródło: Opracowanie własne na podstawie materiałów MFW

---

<sup>131</sup> Okres dostępu do środków może zostać przedłużony maksymalnie do 3 lat na wniosek beneficjenta, jeśli MFW uzna, że jest to konieczne do skutecznego wdrożenia programu dostosowawczego.

<sup>132</sup> MFW może przyznać dostęp do środków przekraczający ustalone limity, w sytuacjach wyjątkowych, po indywidualnej i gruntownej ocenie sytuacji kraju przeżywającego trudności finansowe i gospodarcze.

<sup>133</sup> Pożyczka w ramach EFF może zostać przyznana od razu na okres 4 lat, na wniosek beneficjenta, w sytuacji, gdy przywrócenie stabilności makroekonomicznej kraju wymaga wdrożenia głębokich reform strukturalnych, których realizacja przekracza okres 3 lat.

<sup>134</sup> W porównaniu z procesem uzyskania dostępu do FCL, państwa ubiegające się o dostęp do PLL oceniane są m.in. pod kątem mniejszej liczby kryteriów kwalifikacyjnych.

<sup>135</sup> Zwiększone finansowanie możliwe jest na wniosek beneficjenta w sytuacji, gdy trudności bilansu płatniczego mają naturę egzogeniczną wynikającą ze wzmożonego napięcia na regionalnych i globalnych rynkach finansowych.

<sup>136</sup> Do nadzwyczajnych okoliczności zalicza się np. klęski żywiołowe, konflikty zbrojne.

<sup>137</sup> W uzasadnionych sytuacjach Dyrektor Zarządzający MFW może wezwać kraj członkowski do wdrożenia odpowiednich działań zanim zarekomenduje Radzie Wykonawczej MFW przyznanie pożyczki w ramach tego instrumentu.

<sup>138</sup> Kwartalne przeglądy możliwe są w sytuacjach, gdzie wymagany jest ściślejszy monitoring realizacji programu.

<sup>139</sup> Dostęp do środków może być zwiększony na wniosek beneficjenta w sytuacji, gdy jest to uzasadnione wyjątkowo dużą potrzebą bilansu płatniczego oraz wystarczająco silnym programem dostosowawczym. Maksymalny dostęp do środków nie może jednak przekroczyć 150% udziału członkowskiego rocznie oraz 450% łącznie.

<sup>140</sup> W uzasadnionych sytuacjach Dyrektor Zarządzający MFW może wezwać kraj członkowski do wdrożenia odpowiednich działań zanim zarekomenduje Radzie Wykonawczej MFW przyznanie pożyczki w ramach tego instrumentu.

## VI. BIBLIOGRAFIA

Allen W.A., Moessner R. (2010), *Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008-9*, BIS Working Papers No. 310, Bank for International Settlements, Bazylea.

Ambrose S., Muchhala B. (TWN 2010), *Fruits of the Crisis. Leveraging the economic Crisis to secure development resources and reserve reform*. Baqir, Reza i inn. (2011), *Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework*, IMF Policy Paper (SM/11/30), International Monetary Fund, Washington D.C.

BIS (2009), *79<sup>th</sup> Annual Report*, Bank for International Settlements, Bazylea.

Boughton J.M. (2001), *Silent Revolution: The International Monetary Fund 1979-1989*, International Monetary Fund, Washington D.C.

Boughton J.M. (2012), *Tearing down walls: The International Monetary Fund 1990-1999*, International Monetary Fund, Washington D.C.

Bretton Woods Project (2012), *Will the IMF “make history” with a new view on capital flows?*, <http://brettonwoodsproject.org/art.shtml?x=570764> (22.02.2012),

Bryant R. (2008), *Reform of IMF Quota Shares and Voting Shares: a Missed Opportunity*, Brookings Institution, Washington D.C.

Bryant R. (2008), *Reform of Quota and Voting Shares in the International Monetary Fund: “Nothing” Is Temporarily Preferable to an Inadequate “Something”*, Brookings Institution, Washington D.C.

Gola C., Spadafora F. (2009), *Financial Sector Surveillance and the IMF*, IMF Working Paper, International Monetary Fund, Washington D.C.

Faeh T., Grande G., Ho C., King M.R., Levy A., Panetta F., Signoretti F.M., Taboga M., Zaghini A. (2009), *An Assessment of Financial Sector Rescue Programmes*, Bank of Italy Occasional Paper No. 47., <http://ssrn.com/abstract=1605182>.

Fischer S. (1999), *On the Need for an International Lender of Last Resort*, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 13, No. 4., s. 85-104.

Gallagher Kevin P., Griffith-Jones Stephany, Ocampo José Antonio (2012), *Historic moment for the IMF*, Financial Times, May 29, 2012.

G-20 (2009), *Declaration on Delivering Resources through the International Financial Institutions*, April 2009, London, <http://www.g20.org/images/stories/canalfinan/docs/uk/09desp.pdf>.

G-20 (2009), *The Global Plan for Recovery and Reform*, Leaders Statement, April 2009, London,

<http://www.g20.org/images/stories/canalfinan/docs/uk/07finalcomu.pdf>.

G-20 (2010), *The G20 Toronto Summit Declaration*, June 2010, Toronto, [http://www.g20.utoronto.ca/2010/g20\\_declaration\\_en.pdf](http://www.g20.utoronto.ca/2010/g20_declaration_en.pdf).



Grotte M., Życieńska A. (2011), *Międzynarodowy Fundusz Walutowy i stojące przed nim wyzwania*, Materiały i Studia, nr 254, Narodowy Bank Polski, Warszawa.

Lachman D. (2006), *How should IMF resources be expanded?*, [w]: Truman E. (red.) (2006), *Reforming the IMF for the 21<sup>st</sup> century*, Special report No. 19, Institute for International Economics, Washington D.C.

Mishkin F.S. (2000), *The International Lender of Last Resort: What are the Issues?*, Kiel Institute of World Economy, Kiel.

MFW (1995), *User's Guide to the SDR, a Manual of Transactions and Operations in SDRs*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2007), *a New Quota Formula—Additional Considerations*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2007) *Structural Conditionality in IMF-Supported Programs*, Independent Evaluation Office of the IMF, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2009), *Balance of Payments and international investment position manual*, Sixth Edition, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2009), *GRA Lending Toolkit and Conditionality—Reform Proposals*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2009), *Borrowing by the Fund-Operational Issues*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2009), *Review of the Adequacy of and Options for Supplementing Fund Resources*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2009), *Review of Recent Crisis Programs*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2009), *IMF Interactions with Member Countries*, Independent Evaluation Office of the IMF, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2009), *The Financial Sector Assessment Program After ten Years: Experience and Reforms for the Next Decade*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2010), *Fourteenth General Review of Quotas – The Size of the Fund-Initial Considerations*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2010), *Proposed Decision to Modify the New Arrangements to Borrow*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2010), *IMF Quota and Governance Reform - Elements of an Agreement*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2010), *The IMF-FSB Early Warning Exercise, Design and Methodological Toolkit*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2010), *Operational Guidance to IMF Staff on the 2002 Conditionality Guidelines*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2010), *The Fund's Mandate—The Future Financing Role: Reform Proposals*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2010), *The Fund's Mandate – An Overview*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2010), *The IMF's Role Regarding Cross-Border Capital Flows*, IMF Policy Paper, International Monetary Fund Washington D.C.

MFW (2011), a *Changing IMF – Responding to the Crisis*, International Monetary Fund Factsheet, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/changing.htm> (16.03.2011).

MFW (2011), *Quota Formula Review-Data Update and Issues*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2011), *The Fund's Liquidity Position-Review and Outlook*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2011), *Selected Decisions and Selected Documents of the IMF*, Thirty-Sixth Issue, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2011), *Ukraine. Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2008 Stand-by Arrangement*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2011), *Note by the Managing Director of the IMF on the Proposed Reforms to the Fund's Non-concessional Lending Toolkit*, October, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2011), *Review of Flexible Credit Line and Precautionary Credit Line*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2011), *Fund's Financing Role—Options to Enhance the GRA Lending Toolkit*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2011), *Enhancing International Monetary Stability—A Role for the SDR?*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2011), *2011 Triennial Surveillance Review (TSR 2011)*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2011), *IMF Performance in the Run-up to the Financial and Economic Crisis*, Independent Evaluation Office of the IMF, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2011), *Consolidated Spillover Report*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2011), *TSR External Study - IMF Surveillance: Coverage, Consistency and Coherence*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2011), IMF, *Articles of Agreement*, International Monetary Fund, Washington D.C., <http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/pdf/aa.pdf>.

MFW (2011), IMF, *By-Laws Rules and Regulations*, International Monetary Fund, Washington D.C. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bl/blcon.htm>.

MFW (2011), *Managing Director's Statement on Strengthening Surveillance - 2011 Triennial Surveillance Review*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2012), *Quota Formula Review—Additional Considerations*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2012), *IMF Standing Borrowing Arrangements*, International Monetary Fund Factsheet, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/gabnab.pdf>.

MFW (2012), *Modernizing the Legal Framework for Surveillance – An Integrated Surveillance Decision*, International Monetary Fund, Washington D.C.

NBP (2012), *Komunikat Zarządu Narodowego Banku Polskiego z dnia 20.01.2012 r.*, Narodowy Bank Polski, [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl).

MFW (2012), *Status of Voluntary SDR Trading Arrangements and SDR Designation Plan for the Period October–December 2012*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2012), *Review of Facilities for Low-Income Countries*, International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2012), *The IMF's Financial Surveillance Work Agenda*, International Monetary Fund, Washington D.C., <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/041012.pdf>.

MFW (2012), *Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows*, IMF Policy Paper (SM/12/55), International Monetary Fund, Washington D.C.

MFW (2012), *The Liberalization and Management of Capital Flows—An Institutional View*, International Monetary Fund, Washington D.C.

Stiglitz Joseph (2006), *Globalizacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Stiglitz Joseph (2011), *The IMF's Switch in Time*, 5 maja 2011 r., <http://www.project-syndicate.org/print/the-imf-s-switch-in-time>.

NBP (2012), *Przepływy kapitału w krajach rozwijających się*, Instytut Ekonomiczny, Narodowy Bank Polski, Warszawa, <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/przeplywy/index.html>