

**Katarzyna Nowacka-Bandosz\***

Uniwersytet Szczeciński

## ROLA ELASTYCZNEJ LINII KREDYTOWEJ W GOSPODARCE POLSKI\*\*

### Streszczenie

W artykule podjęto próbę odpowiedzi na pytanie, jaką rolę w minionych sześciu latach odgrywała elastyczna linia kredytowa w gospodarce Polski. W pierwszej części zaprezentowano charakterystykę elastycznej linii kredytowej jako instrumentu pożyczkowego przyznawanego przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, a w dalszych omówiono korzyści i koszty wynikające dla Polski z dostępu do tej linii. W związku z tym zbadano wpływ elastycznej linii kredytowej na ocenę poziomu rezerw walutowych Polski, a następnie przedstawiono konsekwencje utrzymywania linii. Wiązały się one z wymiernymi kosztami dla gospodarki, ale większe znaczenie miały korzyści odnotowane z punktu widzenia stabilizacji i bezpieczeństwa finansowego Polski.

**Słowa kluczowe:** elastyczna linia kredytowa, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, rezerwy dewizowe

---

\* E-mail: knowacka@wneiz.pl.

\*\* W artykule kontynuowany jest i rozwijany temat współpracy Polski z MFW opracowany na X Międzynarodową Konferencję Naukową pt. *Współczesne problemy finansów międzynarodowych*, która odbyła się na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego w dniach 17–18 listopada 2014 r.

## Wprowadzenie

W reakcji na pogłębiający się kryzys finansowo-gospodarczy Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) wprowadził w marcu 2009 roku gruntowne zmiany w stosowanych narzędziach pożyczkowych. Jednym z ważniejszych efektów było wprowadzenie nowego instrumentu zapobiegawczego – elastycznej linii kredytowej. Polska zainteresowała się tym udogodnieniem kredytowym już w 2009 roku, i przez następne lata przedłużała elastyczną linię kredytową. Celem artykułu jest próba podsumowania korzyści i kosztów wynikających dla Polski z tytułu dostępu do elastycznej linii kredytowej w latach 2009–2014.

### 1. Elastyczna linia kredytowa jako instrument o charakterze ostrożnościowym

Elastyczna linia kredytowa (ang. *Flexible Credit Line*) należy do najnowszych instrumentów pożyczkowych utworzonych przez MFW w reakcji na pogłębiający się kryzys finansowo-gospodarczy. Została utworzona w marcu 2009 roku jako narzędzie o charakterze prewencyjnym. Miała służyć zapobieganiu rozprzestrzenienia się kryzysu finansowego.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy stworzył możliwość dostępu do elastycznej linii kredytowej wyłącznie krajom mającym silne i stabilne podstawy ekonomiczne, będące wynikiem prawidłowo prowadzonej polityki gospodarczej<sup>1</sup>. Warunkiem uzyskania dostępu do linii było zatem uzyskanie pozytywnej oceny pod względem następujących kryteriów<sup>2</sup>:

- a) zrównoważona pozycja zewnętrzna (analizie podlegał głównie stan i perspektywy zmian w zadłużeniu zagranicznym oraz na rachunku obrotów bieżących);
- b) rachunek obrotów kapitałowych zdominowany przez przepływy prywatne;
- c) dostęp do międzynarodowych rynków kapitałowych na korzystnych warunkach;

---

<sup>1</sup> *The IMF's Flexible Credit Line*, International Monetary Fund, [www.imf.org/external/np/exr/facts/fcl.htm](http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fcl.htm) (dostęp: 22.08.2014).

<sup>2</sup> *Ibidem*; *Country Report No.14/8. Republic of Poland: Review under the Flexible Credit Line Arrangement*, International Monetary Fund, Washington 2014.

- d) zadowalający poziom rezerw walutowych (uznawany – na podstawie stosowanych mierników – za stosunkowo bezpieczny);
- e) prawidłowy stan finansów publicznych (badano głównie wielkość i strukturę długu publicznego);
- f) niska i stabilna inflacja (w kontekście prawidłowej polityki pieniężnej i kursowej);
- g) brak problemów z wypłacalnością banków stanowiących zagrożenie systemowego kryzysu bankowego;
- h) skuteczny nadzór nad sektorem finansowym;
- i) przejrzystość danych i statystyk.

Konieczność spełnienia przez kraj ubiegający się o elastyczną linię kredytową większości przedstawionych kryteriów została określona jako warunkowość *ex-ante*. Wiązała się ona również z tym, że wypłata z przyznanej linii nie była uzależniona od żadnych dodatkowych wymogów (brak warunkowości *ex-post*).

Po otrzymaniu dostępu do elastycznej linii kredytowej kraj stawał się jej dysponentem – zgodnie z zasadą *upfront access*, przy czym linia nie była kredytem w ścisłym tego słowa znaczeniu. W momencie jej przyznania nie oczekiwano, że beneficjent skorzysta z przyznanych środków. Umożliwiono mu posiadanie otwartego kredytu.

Elastyczna linia kredytowa była udostępniana przez MFW początkowo na 6–12 miesięcy. Okres ten został wydłużony (od sierpnia 2010 r.) do 24 miesięcy, ale po 12 miesiącach MFW dokonywał przeglądu gospodarki w celu potwierdzenia, że nadal spełniane są wymagane warunki.

Kwotowe limity dostępu do elastycznej linii kredytowej również ulegały zwiększeniu. Porozumienia zawierane w latach 2009–2010 opiewały maksymalnie na równowartość 1000% kwoty członkowskiej. W kolejnych latach Fundusz udostępniał większą linię, stosownie do indywidualnie negocjowanych warunków umowy z krajem-beneficjentem (por. dane dla Polski i Meksyku w tab. 1).

Elastyczna linia cieszyła się zainteresowaniem krajów członkowskich od pierwszych miesięcy po jej wprowadzeniu na listę instrumentów pożyczkowych MFW. Pierwszym krajem w 2009 roku był Meksyk, który otrzymał linię kredytową w wysokości 31 528 mln SDR. Polska uzyskała dostęp do 13 690 mln SDR, a najmniejszą linię otrzymała Kolumbia – 6966 mln SDR. W kolejnych latach wszystkie

kraje kilkakrotnie przedłużały linię. Obecnie Meksyk posiada dostęp do 47 292 mln SDR, Polska – do 15 500 mln SDR, a Kolumbia – do 3870 mln SDR.

Tabela 1. Dostęp krajów do elastycznej linii kredytowej (ELK)

Kraje	Data zawarcia porozumienia	Data wygaśnięcia lub odwołania	Przyznana ELK (mln SDR)	Przyznana ELK jako procent kwoty udziałowej w MFW	Wykorzystana ELK
Meksyk	17.04.2009	24.03.2010	31 528	1 000	0
	25.03.2010	9.01.2011	31 528	1 000	0
	10.01.2011	29.11.2012	47 292	1 500	0
				od 24.03.2011 r.: 1 304	
	30.11.2012	25.11.2014	47 292	1 304	0
26.11.2014	25.11.2016	47 292	1 304	0	
Polska	06.05.2009	5.05.2010	13 690	1 000	0
	2.07.2010	20.01.2011	13 690	1 000	0
	21.01.2011	17.01.2013	19 166	1 400	0
				od 18.03.2011 r.: 1 135	
	18.01.2013	13.01.2015	22 000	1 303	0
14.01.2015	13.01.2017	15 500	918	0	
Kolumbia	11.05.2009	6.05.2010	6 966	900	0
	7.05.2010	5.05.2011	2 322	300	0
	6.05.2011	5.05.2013	3 870	500	0
	24.06.2013	23.06.2015	3 870	500	0

Źródło: *Poland, Republic of: History of Lending Arrangements as of January 31, 2015*, International Monetary Fund, [www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?memberKey1=805&date1key=2015-01-31](http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?memberKey1=805&date1key=2015-01-31) (dostęp: 19.02.2015); *Colombia, History of Lending Arrangements as of January 31, 2015*, International Monetary Fund, [www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?memberKey1=190&date1key=2015-01-31](http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?memberKey1=190&date1key=2015-01-31) (dostęp: 19.02.2015); *Mexico: History of Lending Arrangements as of January 31, 2015*, International Monetary Fund, [www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?memberKey1=670&date1key=2015-01-31](http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?memberKey1=670&date1key=2015-01-31) (dostęp: 19.02.2015).

Z przeprowadzonych rozważań wynika, że w efekcie zawarcia z MFW porozumienia pożyczkowego w formie elastycznej linii kredytowej kraj-beneficjent otrzymywał bezwarunkowy dostęp do relatywnie dużych zasobów finansowych w okresie do 24 miesięcy. Środki mogły być wykorzystane w sytuacji zagrożenia wybuchem kryzysu finansowego w kraju.

Elastyczna linia kredytowa miała zapewnić dodatkowe bezpieczeństwo finansowe kraju-beneficjenta. Do osiągnięcia tego celu najpierw należy przeznaczyć oficjalne aktywa rezerwowe. Elastyczna linia kredytowa mogła co najwyżej być czynnikiem współtworzącym zaufanie do gospodarki. Przyznane w ramach tego instrumentu pożyczkowe środki charakteryzowały się pełną dostępnością dla kraju, a więc potencjalnie mogły wesprzeć realizację części celów rezerw dewizowych. Dopóki jednak państwo nie skorzystało z elastycznej linii kredytowej, dopóty formalnie środki nie mogły być włączone do oficjalnych aktywów rezerwowych. Zgodnie z definicją Międzynarodowego Funduszu Walutowego rezerwy muszą być aktywami w walutach obcych oraz muszą faktycznie istnieć<sup>3</sup>. Potencjalne aktywa – a taki charakter ma elastyczna linia kredytowa – są, jak wiadomo, wyłączone.

## **2. Rola elastycznej linii kredytowej w ocenie adekwatności poziomu rezerw walutowych Polski**

Po raz pierwszy dostęp do elastycznej linii kredytowej Polska uzyskała 6 maja 2009 roku. Umowa opiewała na 13 690 mln SDR przyznanych do 5 maja 2010 roku. Po jej wygaśnięciu Fundusz na wniosek Polski 2 lipca 2010 roku odnowił linię kredytową w tej samej wysokości na kolejne 12 miesięcy. Jednak druga linia pozostawała w gestii naszego kraju tylko do 20 stycznia 2011 roku. Umowa została przed terminem rozwiązana na prośbę Polski, która chciała skorzystać z nowych warunków dostępu do elastycznej linii kredytowej (zmodyfikowanych w wyniku reformy instrumentów pożyczkowych przeprowadzonej przez MFW w sierpniu 2010 r.). W związku z tym trzecia elastyczna linia kredytowa została zwiększona dla Polski o około 40%, czyli do kwoty 19 166 mln SDR. Ponadto wydłużony został okres dostępu do środków na 24 miesiące. Umowa obowiązywała od 21 stycznia 2011 roku do 17 stycznia 2013 roku. Czwarta umowa kredytowa w wysokości 22 000 mln SDR dostępnych do 13 stycznia 2015 roku weszła w życie 18 stycznia 2013 roku. Już 14 stycznia 2015 roku MFW utworzył kolejną – piątą linię kredytową. Tym razem została zredukowana na wniosek Polski do 15 500 mln SDR przyznanych do 13 stycznia 2017 roku.

<sup>3</sup> *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, International Monetary Fund, Washington 2009, s. 111.

Polska ma dostęp do elastycznej linii kredytowej niemal nieprzerwanie od sześciu lat. Należy się zastanowić na ile była ona wsparciem dla realizacji poszczególnych celów gromadzenia i utrzymywania rezerw dewizowych Polski. Są nimi przede wszystkim konieczność zagwarantowania gospodarce płynności, stabilności finansowej oraz wiarygodności kredytowej<sup>4</sup>. Do oceny płynności finansowej najczęściej są wykorzystywane mierniki odnoszące stan rezerw walutowych do miesięcznego importu i zadłużenia krótkoterminowego. Do oceny stabilności finansowej zastosowanie mają wskaźniki rezerw do poziomu produktu krajowego brutto. Na ocenę wiarygodności wpływają wszystkie wymienione wskaźniki, a ponadto stosunek rezerw do deficytu obrotów bieżących.

W dalszej części artykułu przeprowadzono analizę stanu oficjalnych aktywów rezerwowych w relacji do wymienionych wielkości makroekonomicznych w Polsce. Następnie wskaźniki przedstawiono z uwzględnieniem elastycznej linii kredytowej, którą dysponowała Polska w poszczególnych latach (w przeliczeniu na euro – por. dane w tab. 2).

Relacja rezerw do miesięcznego importu towarów i usług w latach 2009–2014 kształtowała się w przedziale 5,3–5,7. Zgodnie z uznawanym w literaturze poglądem, miernik ten powinien mieścić się w przedziale<sup>5</sup> od 3 do 6. Z kolei wskaźnik rezerw dewizowych do krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego wynosił 113,7–154,6. Jednak uwzględniając dodatkowo wykorzystywaną relację rezerw dewizowych do krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego powiększonego o deficyt obrotów bieżących – odsetek spadał poniżej progu minimalnego bezpieczeństwa (wynoszącego 100%). Analizowany wskaźnik w latach 2009–2010 kształtował się zaledwie na poziomie 90%. Wartość graniczna została przekroczona dopiero w 2011 roku (101%), a do końca analizowanego okresu odnotowano wzrost indeksu do 134,5%.

Ocena zdolności rezerw do zagwarantowania gospodarce płynności finansowej nie była więc jednoznacznie pozytywna, zwłaszcza na początku analizowanego okresu. W zaprezentowanych danych nie uwzględniono jednak przyznanej Polsce

---

<sup>4</sup> R. Knap, H. Nakonieczna-Kisiel, *Rezerwy dewizowe Polski na tle Unii Europejskiej*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 756, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 57, Szczecin 2013, s. 293.

<sup>5</sup> J. Bilski, *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006, s. 123; W. Michalczyk, *Rola rezerw dewizowych w polskiej polityce walutowej*, w: *Wyzwania gospodarki globalnej*, Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego Uniwersytetu Gdańskiego nr 31, Gdańsk 2012, s. 402.

Tabela 2. Oficjalne aktywa rezerwowe oraz elastyczna linia kredytowa w stosunku do wybranych wielkości makroekonomicznych Polski w latach 2009–2014

Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Oficjalne aktywa rezerwowe (OAR)*</b>						
Wartość OAR (mln EUR)	55 221	69 991	75 722	82 577	77 144	80 328
OAR w relacji do krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego (%)	113,7	121,1	136,2	154,6	140,8	144,2
OAR w relacji do krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego oraz deficytu na rachunku obrotów bieżących (%)	90,8	90,3	101,0	123,0	128,5	134,5
OAR w relacji do miesięcznego importu towarów i usług (w miesiącach importu)	5,5	5,5	5,4	5,7	5,3	5,3
<b>Elastyczna linia kredytowa (ELK)*</b>						
Wartość ELK (mln EUR)	15 173	15 764	21 765	22 847	25 186	25 269
ELK w relacji do oficjalnych aktywów rezerwowych (%)	27,5	22,5	28,7	27,7	32,6	31,5
<b>Oficjalne aktywa rezerwowe oraz elastyczna linia kredytowa*</b>						
Wartość OAR + ELK (mln EUR)	70 394	85 755	97 487	105 424	102 330	105 597
OAR + ELK w relacji do krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego (%)	144,9	148,3	175,3	197,3	186,7	189,5
OAR + ELK w relacji do krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego oraz deficytu na rachunku obrotów bieżących (%)	115,7	110,7	130,0	157,1	170,4	176,9
OAR + ELK w relacji do miesięcznego importu towarów i usług (w miesiącach importu)	7,0	6,8	6,9	7,3	7,1	6,9

\* Dla lat 2009–2013 podano stan na koniec każdego roku, a dla 2014 roku – wartość na koniec III kwartału.

Źródło: obliczenia własne na podstawie *Poland, Republic of...*, *Średnioważone kursy walut obcych w złotych*, Narodowy Bank Polski, [www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/kursy.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/kursy.html) (6.02.2015); *Oficjalne aktywa rezerwowe*, Narodowy Bank Polski, [www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/aktywa\\_rezerwowe.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/aktywa_rezerwowe.html) (dostęp: 6.02.2015); *Zadłużenie zagraniczne Polski*, Narodowy Bank Polski, [www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/zadluz.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/zadluz.html) (dostęp: 6.02.15); *Bilans płatniczy – dane roczne*, Narodowy Bank Polski, [www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/bilans\\_platniczy/bilansplatniczy\\_r.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/bilans_platniczy/bilansplatniczy_r.html) (dostęp: 6.02.2015); *Bilans Płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za III kwartał 2014 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2014, s. 68–69.

przez MFW elastycznej linii kredytowej. Polska – jak wspomniano – dotychczas nie wykorzystywała tych środków. Biorąc pod uwagę taką możliwość, wskaźniki kształtowały się następująco: wskaźnik finansowania importu towarów i usług wzrastał do 6,8–7,3 miesiąca, w rezerwach powiększonych o wartość elastycznej linii kredytowej w relacji do krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego odnotowano

poprawę w granicach 144,9–189,7%, a miernik uwzględniający dodatkowo deficyt na rachunku obrotów bieżących kształtował się w przedziale 110,7–176,9%. Z przeprowadzonych badań wynika, że elastyczna linia kredytowa odgrywała rolę dodatkowego zabezpieczenia płynności finansowej kraju.

Tabela 3. Relacja rezerw dewizowych do PKB w latach 2009–2013 (%)

Kraje	2009	2010	2011	2012	2013
Bułgaria	37,0	36,0	34,7	39,0	36,1
Węgry	33,6	35,1	37,8	34,8	34,5
Czechy	20,3	21,2	20,0	22,2	27,3
Polska (z uwzględnieniem elastycznej linii kredytowej)	22,7	24,1	26,1	27,7	26,2
Rumunia	26,1	29,1	28,3	26,8	25,0
Chorwacja	23,2	24,0	25,3	25,8	29,9
Łotwa	25,7	31,8	24,6	25,7	24,7
Polska (bez elastycznej linii kredytowej)	17,8	19,7	20,2	21,7	19,8
Litwa	17,3	18,0	20,5	19,5	16,9
Słowacja	2,0	2,5	2,7	2,7	2,2
Słowenia	2,1	2,3	2,1	2,0	1,9
Estonia	1,2	1,0	1,0	1,3	1,2

Źródło: obliczenia własne na podstawie *International Investment Position – Annual Data*, Eurostat, <http://ec.europa.eu/eurostat> (dostęp: 4.03.2015); *GDP and Main Components – Current Prices*, Eurostat, <http://ec.europa.eu/eurostat> (dostęp: 4.03.2015).

Do oceny stabilności finansowej (zdolności do podjęcia interwencji walutowych), stosowana jest relacja rezerw do PKB, którą porównuje się z wartościami tych samych wskaźników wyliczonych dla grupy porównawczej<sup>6</sup>. W tabeli 3 zestawiono ich wartości dla Polski oraz państw Europy Środkowej i Wschodniej w latach 2009–2013. W analizowanym okresie wskaźnik dla Polski zawierał się w przedziale 17,8–19,8%. Wyższe wartości odnotowywano jednak aż w sześciu krajach: Bułgarii, na Węgrzech, w Chorwacji, Czechach, Rumuni i na Łotwie. Uwzględniając elastyczną linię kredytową jako czynnik zwiększający rezerwy walutowe Polski, odnotowano ich wzrost w relacji do PKB do poziomu 22,7–26,2%. Skutkowało to wyraźną poprawą oceny stabilności finansowej Polski na tle krajów Europy Środkowej

<sup>6</sup> *Assessing Reserve Adequacy*. Approved by Reza Moghadam, Jonathan Ostry and Robert Sheehy, International Monetary Fund 2011, s. 15.



i Wschodniej. W związku z powyższym elastyczna linia kredytowa stanowić mogła czynnik zniechęcający podmioty spekulacyjne do ataku na polskie aktywa lub walutę.

Z przeprowadzonej analizy wynika, że zgromadzone rezerwy zapewniały niezbyt wysokie bezpieczeństwo polskiej gospodarce. Poziom tego bezpieczeństwa wzrastał po uwzględnieniu elastycznej linii kredytowej, która była dodatkowym gwarantem płynności i stabilności finansowej, a w rezultacie również wiarygodności Polski.

### 3. Konsekwencje dostępu do elastycznej linii kredytowej

Dostęp do elastycznej linii kredytowej wiązał się z koniecznością uiszczania tzw. opłat za gotowość (ang. *commitment fee*) do Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Kraj-beneficjent musiał je wносить z góry za każdy 12-miesięczny okres obowiązywania porozumienia. Warto dodać, że gdyby doszło do wykorzystania środków opłata za gotowość zostałaaby przez MFW zwrócona, a naliczona odpowiednio wyższa, uwzględniająca stopę oprocentowania kredytu (ang. *lending rate*)<sup>7</sup>.

Jednak Polska nie wykorzystywała przyznanej kwoty pożyczki, a więc ponosiła w kolejnych latach tylko opłaty za gotowość. W poszczególnych okresach rozliczeniowych opłaty uzależnione były od wysokości linii w relacji do kwoty udziałowej (ang. *quotas*), czyli członkowskiej, wpłaconej przez Polskę do organizacji.

Ponoszone przez Polskę opłaty różniły się w poszczególnych latach i kształtowały się następująco<sup>8</sup>: za pierwszą linię kredytową wynoszącą 13 690 mln SDR (stanowiącej równowartość 1000% kwoty członkowskiej w MFW) opłata za dostęp w okresie od 6 maja 2009 roku do 5 maja następnego roku wyniosła 36,96 mln SDR. Druga umowa, zawarta na tych samych warunkach, ale skrócona – od 2 lipca 2010 roku do 20 stycznia 2011 roku – kosztowała 20,56 mln SDR. Trzecią linią kredytową zwiększono do 19 166 mln SDR i stanowiła już 1400% kwoty udziałowej Polski. Umowę zawarto na dwa lata. Dnia 21 stycznia 2011 roku zapłacono za pierwszy rok dostępu kwotę 69,82 mln SDR. Jednak 18 marca 2011 roku

<sup>7</sup> *The IMF's Flexible Credit Line...*

<sup>8</sup> D. Szostek, *Materiały Departamentu Zagranicznego w Ministerstwie Finansów*, Warszawa 2015.

odnotowano zwiększenie polskiego udziału członkowskiego<sup>9</sup>, co automatycznie spowodowało relatywne zmniejszenie linii do 1135,2% kwoty członkowskiej. W związku z tym MFW zwrócił część poprzedniej opłaty za gotowość w wysokości 8,95 mln SDR. W drugim roku obowiązywania umowy (czyli za 2012 rok) opłata wyniosła 59,27 mln SDR. Czwarta linia została zawarta na kwotę 22 000 mln SDR, stanowiącą równowartość 1303% kwoty członkowskiej Polski. Została otwarta 18 stycznia 2013 r. na okres 24 miesięcy. W pierwszym roku kosztowała 76,23 mln SDR, przy czym MFW ponownie zwrócił 485,9 tys. SDR wobec anulowania poprzedniej umowy trzy dni przed datą wygaśnięcia. Za dostęp do linii w 2014 roku zapłaciliśmy 76,23 mln SDR. Piąta linia, otwarta 14 stycznia 2015 roku, została zmniejszona na wniosek polskich władz do 15 500 mln SDR, czyli równowartości 918% kwoty udziałowej. Opłata z tego tytułu wyniosła 41,43 mln SDR, przy czym MFW kolejny raz zwrócił nam 836 tys. SDR, ponieważ poprzednią linię zamknęliśmy 4 dni przed datą zapadalności.

Z przedstawionych danych wynika, że elastyczna linia kredytowa była kosztownym zabezpieczeniem. Warto jednak zauważyć, że utrzymywanie rzeczywiście zwiększonych rezerw dewizowych o blisko jedną trzecią (czyli o równowartość elastycznej linii kredytowej) stanowiłoby dla Polski również duże obciążenie, zwłaszcza że w ostatnich latach wyraźnie wzrosły koszty utrzymania rezerw. Wiązało się to ze spadkiem stopy zwrotu rezerw walutowych w 2013 roku do poziomu  $-0,1\%$  w walucie instrumentów, a z uwzględnieniem wpływu zmian kursów walutowych nawet  $-3,2\%$ . Warto dodać, że w 2012 roku stopa zwrotu rezerw wyliczona w złotych była jeszcze mniejsza, bo wyniosła  $-5,8\%$ <sup>10</sup>.

Konsekwencjom elastycznej linii kredytowej polegającym na ponoszeniu opłat za gotowość należy przeciwstawić jej pozytywny wpływ na rentowności polskich obligacji skarbowych<sup>11</sup>. Wiązało się to z wiarygodnością kredytową Polski, której

---

<sup>9</sup> Zwiększenie polskiego udziału członkowskiego wiązało się z wejściem w życie rezolucji Rady Gubernatorów MFW nr 63-2 o reformie udziałów i głosów. Na mocy rezolucji Polsce przysługiwało prawo zwiększenia udziałów członkowskich w MFW. W związku z tym 18 marca 2011 r. NBP dokonał wpłaty o równowartości 319 400,0 tys. SDR, wskutek czego udział Polski w kapitale Funduszu wzrósł z 1 369 000,0 tys. SDR do 1 688 400,0 tys. SDR.

<sup>10</sup> *Raport Roczny 2013*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2014, s. 61–62.

<sup>11</sup> P. Gąsiorowski, M. Grotte, D. Frankiewicz, A. Życieńska, A. Walasik, *Dostosowania instrumentarium, zasad działania i zasobów Międzynarodowego Funduszu Walutowego w reakcji na światowy kryzys finansowy i gospodarczy*, „Materiały i Studia NBP” nr 285, Warszawa 2013, s. 44.

oceny systematycznie dokonywały agencje ratingowe (Fitch, Moody's oraz Standard & Poor's)<sup>12</sup> podkreślające posiadanie dostępu do elastycznej linii kredytowej jako ważny atut.

Warto oddać, że korzystne oddziaływanie elastycznej linii kredytowej stwierdzono również w ograniczaniu zmienności kursu walutowego. Ubieganie się o dostęp do linii było formą interwencji władzy monetarnej podejmowanej w celu przeciwdziałania destabilizacji na rynku walutowym<sup>13</sup>.

## Podsumowanie

Z przeprowadzonych badań wynikają następujące wnioski:

1. Elastyczna linia kredytowa pełniła w Polsce rolę czynnika zwiększającego rezerwy walutowe, które same zapewniały niezbyt wysoki poziom bezpieczeństwa polskiej gospodarki. Dotyczyło to, zwłaszcza na początku analizowanego okresu, niedostatecznego zabezpieczenia płynności finansowej (mierzonej wskaźnikiem rezerw do zadłużenia krótkoterminowego oraz deficytu na rachunku obrotów bieżących). Korzyści dla Polski wynikały stąd, że rzeczywiste zwiększenie rezerw walutowych o równowartość elastycznej linii kredytowej wiązałoby się z koniecznością ponoszenia kosztów ich utrzymania. W ostatnich latach koszty te dodatkowo rosły z powodu spadku stopy zwrotu rezerw dewizowych.

2. Elastyczna linia kredytowa odgrywała rolę czynnika współtworzącego zaufanie do gospodarki. Wpierała pozytywną ocenę stabilności finansowej (mierzonej relacją rezerw do produktu krajowego brutto) oraz wiarygodności kredytowej Polski (w opiniach najważniejszych agencji ratingowych). Korzyści dla Polski wiązały się z pozytywnym wpływem na uzyskiwane rentowności obligacji skarbowych. Dostęp do elastycznej linii kredytowej oddziaływał również na ograniczanie zmienności kursu walutowego.

---

<sup>12</sup> *Moody's Assigns Prime-1 Short-Term Rating to Government of Poland*, Moody's Investors Service, [www.moodys.com](http://www.moodys.com) (dostęp: 13.03.2012); *S & P Affirms Poland's (A-/A-2) Ratings, Outlook Remains Stable*, <http://in.reuters.com/article/2012/08/07/idINWNA288020120807> (dostęp: 7.08.2012).

<sup>13</sup> Por. np. *Review of the Flexible Credit Line, the Precautionary and Liquidity Line and the Rapid-Financing Instrument*, International Monetary Fund, 27 January 2014 s. 4; T. Kaczor, K. Soszyński, *Analiza konsekwencji napływu środków UE na sytuację makroekonomiczną, poziom kursu walutowego i perspektywy wypełnienia kryteriów konwergencji*, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2010, s. 10.

3. Elastyczna linia kredytowa odgrywała prewencyjną rolę w gospodarce. Stała się czynnikiem zniechęcającym podmioty spekulacyjne do ataku na polskie aktywa lub walutę. Chroniła przed ryzykiem zarażenia kryzysem finansowym w warunkach narastających napięć w gospodarce światowej, zwłaszcza w strefie euro. Korzyści dla Polski miały charakter potencjalny, gdyż dotąd nie wykorzystywaliśmy przyznanych środków. Pozostawały do naszej dyspozycji jako potencjalne wsparcie bezpieczeństwa finansowego kraju.

4. Elastyczna linia kredytowa generowała koszty dla gospodarki, które wynikały z konieczności wnoszenia do Międzynarodowego Funduszu Walutowego opłat za gwarancję dostępu do środków. Jednak *per saldo* linie nie musiała być dużym obciążeniem dla gospodarki, biorąc pod uwagę uzyskiwane dzięki niej niższe koszty finansowania zewnętrznych źródeł wzrostu gospodarczego.

## Literatura

- Assessing Reserve Adequacy*, Approved by Reza Moghadam, Jonathan Ostry and Robert Sheehy, International Monetary Fund 2011.
- Balance of Payments and International Investment Position Manual*, International Monetary Fund, Washington 2009.
- Bilans płatniczy – dane roczne*, Narodowy Bank Polski, [www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/bilans\\_platniczy/bilansplatniczy\\_r.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/bilans_platniczy/bilansplatniczy_r.html).
- Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za III kwartał 2014 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2014.
- Bilski J., *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006.
- Colombia, History of Lending Arrangements as of January 31, 2015*, International Monetary Fund, [www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?memberKey1=190&date1key=](http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?memberKey1=190&date1key=).
- Country Report No.14/8. Republic of Poland: Review under the Flexible Credit Line Arrangement*, International Monetary Fund, Washington 2014.
- Gąsiorowski P., Grotte M., Frankiewicz D., Życieńska A., Walasik A., *Dostosowania instrumentarium, zasad działania i zasobów Międzynarodowego Funduszu Walutowego w reakcji na światowy kryzys finansowy i gospodarczy*, „Materiały i Studia NBP” nr 285, Warszawa 2013.
- GDP and Main Components – Current Prices*, Eurostat, <http://ec.europa.eu/eurostat>
- International Investment Position – Annual Data*, Eurostat, <http://ec.europa.eu/eurostat>.

- Kaczor T., Soszyński K., *Analiza konsekwencji napływu środków UE na sytuację makroekonomiczną, poziom kursu walutowego i perspektywy wypełnienia kryteriów konwergencji*, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2010.
- Knap R., Nakonieczna-Kisiel H., *Rezerwy dewizowe Polski na tle Unii Europejskiej*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 756, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 57, Szczecin 2013.
- Mexico: History of Lending Arrangements as of January 31, 2015*, International Monetary Fund, [www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?memberKey1=670&date1key=2015-01-31](http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?memberKey1=670&date1key=2015-01-31).
- Michalczyk W., *Rola rezerw dewizowych w polskiej polityce walutowej*, w: *Wyzwania gospodarki globalnej*, Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego Uniwersytetu Gdańskiego nr 31, Gdańsk 2012.
- Moody's Assigns Prime-1 Short-Term Rating to Government of Poland*, Moody's Investors Service, [www.moody.com](http://www.moody.com).
- Oficjalne aktywa rezerwowe*, Narodowy Bank Polski, [www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/aktywa\\_rezerwowe.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/aktywa_rezerwowe.html).
- Poland, Republic of: History of Lending Arrangements as of January 31, 2015*, International Monetary Fund, [www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?memberKey1=805&date1key=2015-01-31](http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?memberKey1=805&date1key=2015-01-31).
- Raport Roczny 2013*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2014.
- Review of the Flexible Credit Line, the Precautionary and Liquidity Line and the Rapid Financing Instrument*, International Monetary Fund, 27 January 2014.
- S & P Affirms Poland's 'A-/A-2' Ratings, Outlook Remains Stable*, <http://in.reuters.com/article/2012/08/07/idINWNA288020120807>.
- Średnioważone kursy walut obcych w złotych*, Narodowy Bank Polski, [www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/kursy.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/kursy.html).
- Szostek D., *Materiały Departamentu Zagranicznego w Ministerstwie Finansów*, Warszawa 2015.
- The IMF's Flexible Credit Line*, International Monetary Fund, [www.imf.org/external/np/exr/facts/fcl.htm](http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fcl.htm).
- Zadłużenie zagraniczne Polski*, Narodowy Bank Polski, [www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/zadluz.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/zadluz.html).

## THE ROLE OF THE FLEXIBLE CREDIT LINE IN THE POLISH ECONOMY

### Abstract

This article attempts to answer the question of what was the role of the Flexible Credit Line (FCL) in the Polish economy. The first part of the paper describes FCL as a new preventative tool used by International Monetary Fund. The second part presents the FCL in the context of reserve adequacy assessment in Poland. The third part shows consequences of the FCL. They were associated with measurable costs for our economy, but more important were benefits in the account of stabilization and financial safety.

*Translated by Katarzyna Nowacka-Bandosz*

**Keywords:** Flexible Credit Line, International Monetary Fund, official reserve assets

**JEL code:** F330