



Krzysztof Janas

Uniwersytet Warszawski
k.janas@outlook.com

POKUSA NADUŻYCIA CZY GWARANCJA STABILNOŚCI? MIĘDZYNARODOWY FUNDUSZ WALUTOWY JAKO POŻYCZKODAWCA OSTATNIEJ INSTANCJI

Streszczenie: Głównymi celami Międzynarodowego Funduszu Walutowego od początku istnienia są stanie na straży stabilności systemu walutowego na świecie i wspieranie krajów o trudnej sytuacji płatniczej poprzez udostępnienie odpowiedniego finansowania. Tym samym niepisana funkcją Funduszu stanowią odgrywanie roli globalnego opiekuna rządów popadających w finansowe tarapaty i występowanie na arenie międzynarodowej jako pożyczkodawca ostatniej instancji. Przykłady kryzysów finansowych w krajach członkowskich świadczą jednak o tym, że polityka Funduszu nie zawsze okazuje się skuteczna i może prowadzić wręcz do destabilizacji na rynkach ze względu na zjawisko pokusy nadużycia. Celem artykułu jest przedstawienie podstawowych problemów, jakie wiążą się z pełnioną przez MFW funkcją globalnego pożyczkodawcy ostatniej instancji. W podsumowaniu autor podejmuje także wątki zmian i reform MFW, dzięki którym instytucja ta mogłaby lepiej odpowiadać na potrzeby i oczekiwania zmieniającego się świata, a tym samym posiadać społeczny mandat do stania na straży normalnie funkcjonującej gospodarki rynkowej w warunkach globalnych.

Słowa kluczowe: Międzynarodowy Fundusz Walutowy, pokusa nadużycia, pożyczkodawca ostatniej instancji, LOLR, Bretton Woods.

JEL Classification: F33, F34.

Wprowadzenie

Potrzeba zbudowania nowego ładu po II wojnie światowej wykraczała daleko poza kwestie *stricto* polityczne, obejmując też szeroko pojętą organizację życia gospodarczego – od liberalizacji handlu międzynarodowego, przez podpisywanie bilateralnych i wielostronnych porozumień, stworzenie narzędzi służą-

cych sfinansowaniu wydatków związanych z koniecznością odbudowy krajów po wojnie, aż po ustanowienie ram całego systemu gospodarczego opartego na wzajemnej współpracy jak największej liczby państw. Społeczności międzynarodowej, formułującej jego zasady, towarzyszyła świadomość zarówno przyczyn, jak i konsekwencji Wielkiego Kryzysu z lat 30., dlatego też chęć uniknięcia podobnych doświadczeń w przyszłości była – obok zapewnienia względnego pokoju na świecie i wzrostu dobrobytu – jednym z podstawowych wyzwań stawianych sobie w tamtym okresie. Na mocy postanowień z Bretton Woods gwarantem przestrzegania ustanowionych reguł i zapewnienia stabilności finansowej w obliczu potencjalnych kryzysów bilansu płatniczego oraz wspierania współpracy walutowej i wymiany handlowej miał zostać powołany w lipcu 1944 r. Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW). Instytucją odgrywającą przewodnią rolę w stymulowaniu wzrostu gospodarczego i krajowych oszczędności, koordynowaniu działalności inwestycyjnej w skali światowej oraz wspieraniu rozwoju w krajach rozwijających się miał być natomiast Międzynarodowy Bank Odbudowy i Rozwoju, lepiej znany jako Bank Światowy (BŚ). Choć system walutowy z Bretton Woods *de facto* przestał działać w 1971 r. po tym, jak Stany Zjednoczone zawiesiły wymienialność dolara na złoto, to wspomniane organizacje przetrwały i w dalszym ciągu w istotny sposób wpływają na międzynarodowy porządek gospodarczy [Munyama, 2008, s. 258-259]. O ile działalność BŚ w ostatnich latach nakierowana jest na wzmocnienie współpracy międzynarodowej i zrównoważonego rozwoju oraz na pomoc krajom rozwijającym się, o tyle MFW odgrywa znaczącą rolę we wspieraniu krajów znajdujących się w trudnej sytuacji finansowej. W kontekście stale występujących kryzysów gospodarczych oraz co rusz powtarzających się przykładów prowadzenia nieodpowiedzialnej polityki w poszczególnych państwach członkowskich to właśnie aktywność (istnienie?) Funduszu najczęściej wystawiana jest na próbę, a tym samym poddawana ciągłej krytyce.

Przedmiotem analiz w niniejszym tekście jest Międzynarodowy Fundusz Walutowy jako pożyczkodawca ostatniej instancji. W polu moich zainteresowań znajduje się jednak nie tyle, czy też może niezupełnie, zagadnienie efektywności realizowanych przez Fundusz programów, co bardziej funkcja, jaką MFW może, powinien i jest w stanie pełnić we współczesnym, zglobalizowanym świecie oraz czy istotnie posiada do tego społeczny mandat. Dokonując przeglądu literatury i analizy podejmowanych przez Fundusz działań, staram się wykazać, że po pierwsze – bywają one sprzeczne z jego celami statutowymi, po drugie – mogą wiązać się z ryzykiem pokusy nadużycia ze strony rządów i po trzecie, że w ich centrum leży bardziej dobro wierzycieli i inwestorów niż społeczeństw państw w trudnej sytuacji finansowej.

1. Istota funkcjonowania MFW

Funkcjonowanie międzynarodowego systemu walutowego po II wojnie światowej, nad którym kontrolę sprawował Fundusz, od początku istnienia miało opierać się na trzech zasadach: stabilności walutowej, wyznaczeniu stałych parytetów krajowych walut w złocie lub dolarze amerykańskim, który stał się walutą światową, oraz możliwości zmiany owego parytetu jedynie w przypadku zaburzeń bilansu płatniczego i po konsultacji z MFW [Latoszek, Proczek, 2006, s. 183-184]. Tym samym cele Funduszu, opisane w art. 1 Umowy o MFW, obejmowały głównie wzmocnienie międzynarodowej współpracy walutowej i stabilności wymiany handlowej oraz skracanie czasu trwania kryzysów bilansu płatniczego państw członkowskich. Działania MFW prowadzone miały być jednocześnie w sposób niewymagający stosowania środków destrukcyjnych dla dobrobytu – tak krajowego, co światowego – i polegały przede wszystkim na wspieraniu krajów znajdujących się w trudnej sytuacji płatniczej w procesie przygotowania i wdrażania makroekonomicznego programu dostosowawczego. Pomoc ta – w niezbędnych przypadkach – przewidywała także udostępnienie odpowiedniego finansowania w okresie realizacji programu [Gąsiorowski i in., 2013, s. 3-4]. Chociaż Umowa o MFW była wielokrotnie zmieniana, co w znaczącym stopniu wynikało z konieczności przystosowywania jej do przemian zachodzących w międzynarodowym systemie walutowym i uwarunkowaniach gospodarki światowej, Fundusz już od ponad 70 lat stara się realizować powierzone przed nim zadania, dostarczając krajom członkowskim dodatkowe środki walutowe na cele związane z finansowaniem deficytów bilansów płatniczych [Michałowski, 2008; Igwe, 2018].

W tym miejscu należy zwrócić uwagę, że członkiem Międzynarodowego Funduszu Walutowego może zostać każde autonomiczne państwo, które złoży akces o przystąpienie oraz dokona negocjacji członkowskich, zostanie przyjęte co najmniej 85% ogólnej liczby głosów Rady Gubernatorów – najważniejszego organu MFW odpowiedzialnego za podejmowanie decyzji, a także będzie w stanie sprostać wymaganiom statutowym Funduszu. Kryteria te dotyczą z jednej strony warunków dotyczących prowadzenia odpowiedniej polityki gospodarczej i poddania się nadzorowi względem Funduszu oraz konieczności informowania o bieżącej sytuacji ekonomicznej, z drugiej zaś zobowiązań związanych z wpłatą kwoty do kapitału zakładowego MFW. Jest to o tyle istotne, że to właśnie kwoty stanowią – obok pożyczek zaciąganych na rynku międzynarodowym, zasobów złota oraz odsetek od pożyczzonego kapitału – podstawowe środki finansowe Funduszu [Latoszek, Proczek, 2006, s. 190-199]. Wielkość kwoty wpłacanej

przez każdy kraj członkowski determinuje też rozmiary pomocy finansowej, jaką dany kraj może uzyskać. Przez pierwsze 25 lat funkcjonowania MFW 75% wpłaty do kapitału zakładowego stanowiła waluta państwa członkowskiego, a pozostałe 25% kwoty – złoto bądź dolar amerykański. Wraz z załamywaniem się systemu z Bretton Woods i w związku z powolnym wzrostem produkcji złota za zbyt ryzykowne dla stabilności międzynarodowego systemu finansowego uznano jednak zwiększanie płynności walutowej wyłącznie dzięki permanentnym deficytom bilansu płatniczego Stanów Zjednoczonych. Tym samym w 1968 r. na mocy poprawki do statutu MFW zdecydowano się stworzyć nowy środek rezerwowy – Specjalne Prawa Ciężenia (*Special Drawing Rights* – SDR), kreowany stosownie do zwiększających się potrzeb zaspokojenia globalnego popytu na rezerwy walutowe i oparty na koszyku najważniejszych walut państw członkowskich, nieposiadający jednak żadnego materialnego pokrycia [Truman, 2017, s. 14-16]. W praktyce funkcjonowanie SDR-ów w międzynarodowym systemie walutowym polega nie tyle na dokonywaniu nimi płatności, co na transferowaniu ich pomiędzy krajem zaciągającym kredyt w walucie MFW a krajem udzielającym kredytu. Pożyczane w ten sposób środki, których wielkość uzależniona jest od kwoty danego państwa członkowskiego, powinny być wykorzystywane przede wszystkim do wspierania realizacji programów mających na celu przeciwdziałanie nierównowadze płatniczej i wywoływanych nią kryzysów gospodarczych [Latoszek, Proczek, 2006, s. 206].

2. MFW jako światowy pożyczkodawca ostatniej instancji

Jak wspomniano, jednym z celów Międzynarodowego Funduszu Walutowego stojącego na straży stabilności systemu walutowego na świecie było wspieranie krajów znajdujących się w trudnej sytuacji płatniczej poprzez udostępnienie odpowiedniego finansowania w okresie realizacji programu ratunkowego bądź dostosowawczego. Tym samym niepisaną funkcją Funduszu było odgrywanie roli globalnego opiekuna rządów popadających w finansowe tarapaty, czy to w wyniku szoków zewnętrznych, czy też nieodpowiedzialnej polityki wewnętrznej, a zatem występowanie na arenie międzynarodowej jako pożyczkodawca ostatniej instancji (*Lender of Last Resort* – LOLR) [Kazemi, Rafiei, 2012]. Sama idea powstania takiej instytucji narodziła się już w XIX w. i odnosiła się do bankowości centralnej. Sformułowana przez H. Thortona i W. Bagehota koncepcja miała polegać na zapewnieniu pomocy dla banków odczuwających przejściowy brak płynności, ale w dalszym ciągu wypłacalnych,

oraz minimalizowaniu skutków zaburzeń w gospodarce, lecz nie na zapobieganiu szokom [Gołęboska, 2008, s. 45-47]. Chociaż podejście do funkcji LOLR w bankowości na przestrzeni lat uległo znacznej modyfikacji, jej pierwotne zasady odnosiły się także do podmiotów mających gwarantować stabilność na rynkach światowych, wśród których właściwie tylko Fundusz miał narzędzia, by występować na arenie międzynarodowej w takiej roli [Mishkin, 2000, s. 20].

Zadanie to wydawało się stosowne do możliwości MFW wyłącznie w warunkach istnienia systemu z Bretton Woods – funkcjonowania sztywnych, a więc stabilnych i przewidywalnych kursów walutowych. Jednak w związku z ciągłymi próbami zwiększania ilości pieniądza w obiegu, dewaluacją walut, rosnącą mobilnością kapitału, powtarzającymi się spekulacjami walutowymi, a tym samym chronicznymi nierównowagami płatniczymi w wielu krajach, porządek z Bretton Woods stał się niemożliwy do utrzymania. Mogłoby się wydawać, że po 1973 r., gdy społeczność międzynarodowa zdecydowała się przyjąć zasadę utrzymywania płynnych kursów walutowych, Fundusz powinien stracić na znaczeniu ze względu na zmiany w światowym systemie, który nie wymagał już otwartej koordynacji. Co więcej, również realizacja celu MFW w zakresie wspierania handlu międzynarodowego, przynajmniej w kontekście obowiązywania GATT, postępującej liberalizacji oraz zawieranych porozumień handlowych, była coraz słabszą przesłanką do dalszego funkcjonowania MFW w funkcji, jaką pełnił w trakcie trwania systemu z Bretton Woods. Po jego załamaniu właściwie tylko jeden cel powstania Funduszu pozostał rzeczywiście aktualny – utrzymywanie stabilnych kursów wymiany. Mając jednak na uwadze nowy, stale poszerzający się system kursów płynnych i ciągły wzrost rozmiaru globalnego przepływu kapitału, należy stwierdzić, że zadanie to było niezmiernie złożone. Zmiany w gospodarce światowej spowodowały tym samym, że konieczne stało się ponowne przemyślenie roli MFW [Bogus, Howden, 2011, s. 30]. Choć nie brakowało głosów podważających wręcz dalszą celowość jego istnienia, Fundusz, jak każda wielka, a szczególnie międzynarodowa, biurokratyczna organizacja, zamiast umrzeć śmiercią naturalną – zaczął szukać sobie nowych zadań [Hülsmann, 2014, s. 157-159].

Trwające kilkanaście lat dyskusje dotyczące roli Międzynarodowego Funduszu Walutowego na rynkach światowych, w rzeczywistości gospodarczej po odejściu od systemu z Bretton Woods, doprowadziły do przeformułowania jego podstawowych funkcji i wyznaczenia nowych celów [Łasak, 2017, s. 190]. Pomimo niepewnej przyszłości samej instytucji liczba krajów członkowskich Funduszu znacząco w tym czasie wzrastała, przede wszystkim o państwa o niskim i średnim poziomie rozwoju. Konsekwencją tego okazała się konieczność obję-

cia odpowiednimi programami również gospodarki zmagające się z problemami wykraczającymi poza statutowe zaburzenia bilansu płatniczego. MFW poniekąd uzasadniał w ten sposób swoją dalszą działalność, która miała jednak coraz mniej wspólnego z jego pierwotną misją, szczególnie w okresie prosperity w krajach rozwiniętych [Reinhart, Trebesch, 2015, s. 3]. Z organizacji reaktywnej, czyli uzdrawiającej, uruchamiającej określone programy wsparcia dopiero w przypadku wystąpienia kryzysów bilansu płatniczego w danym państwie, Fundusz stał się tym samym organizacją proaktywną – gwarantującą względną stabilność na rynkach poprzez zapobieganie ich pojawianiu się i obejmowanie długoterminowym wsparciem w rozwoju, szczególnie krajów o niższym poziomie dobrobytu. O tym, że MFW można traktować jako międzynarodowego pożyczkodawcę ostatniej instancji, świadczyły już zatem nie tylko cele statutowe Funduszu w obszarze zapewniania tymczasowego wsparcia płynnościowego w związku z nierównowagami bilansu płatniczego, lecz także podejmowanie działań w zakresie udzielania gwarancji, kredytów i pożyczek krajom zmagającymi się z innymi trudnościami gospodarczymi [Mishkin, 2000, s. 19].

Wydaje się, że mandat MFW do sprawowania funkcji LOLR na arenie międzynarodowej został ostatecznie przypieczętowany na przełomie wieków. Doświadczenie powtarzających się kryzysów w państwach rozwijających się, szczególnie tych z lat 90. XX w. w Ameryce Łacińskiej, Rosji czy Azji Południowo-Wschodniej oraz zachodzących zmian w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, tylko umocniło pozycję Funduszu, któremu przyznano dodatkowe narzędzia mające na celu zapobieganie ich występowaniu oraz minimalizowanie ryzyka związanego z możliwością ogłoszenia przez państwo niewypłacalności. W tym kontekście warto także zauważyć, że zakres ich stosowalności dotyczył zarówno państw zmagającymi się z problemami płynnościowymi, jak i tych o stabilnej sytuacji finansowej, lecz potencjalnie narażonych na szoki zewnętrzne, o czym świadczy chociażby utworzenie w 1999 r. linii kredytowych (*Contingent Credit Line Facility* – CCL) przeznaczonych właśnie dla takich krajów. Tym samym organizacja, której celowość dalszego istnienia, jak się jeszcze niedawno wydawało, była co najmniej wątpliwa, znów stała się instytucją odgrywającą pierwszoplanową rolę, zaś wśród społeczności międzynarodowej pytanie: czy do zagwarantowania stabilności na rynkach finansowych potrzeba jest istnienia pożyczkodawcy ostatniej instancji w skali globalnej, czy też nie, straciło na znaczeniu, ponieważ Fundusz już sprawował taką funkcję [Fischer, 1999]. Ostatni kryzys światowy, choć znów poddał pod wątpliwość zasady funkcjonowania MFW, to dotyczył głównie doktrynerskiego podejścia do stawianych warunków

strukturalnych, spójnych z tzw. Konsensusem Waszyngtońskim, nie zaś samego sprawowania funkcji LOLR.

W literaturze od lat pojawiają się jednak także głosy krytyki, wskazujące z jednej strony na umiarkowane możliwości Funduszu w zakresie odgrywania roli międzynarodowego pożyczkodawcy ostatecznej instancji, choćby ze względu na ograniczone zasoby oraz brak możliwości drukowania pieniędzy [Frankel, 1999], z drugiej zaś na konsekwencje gwarancji ratowania państw w sytuacji rodzącej ryzyko ogłoszenia niewypłacalności. W tym kontekście coraz częściej zwraca się uwagę, że MFW udziela pożyczki przede wszystkim na spłatę dotychczasowych zobowiązań kredytowych, a nie na reformy strukturalne, co służy głównie ochronie interesów wierzycieli (w tym w pierwszej kolejności samego Funduszu, posiadającego status uprzywilejowanego wierzyciela) [Polak, 2013, s. 30-32], jedynie pozornie oddalając widmo bankructwa. Bankructwa, które co warto zaznaczyć, powinno być podstawową możliwością gwarantowaną w umowach zawieranych pomiędzy pożyczkodawcą a pożyczkobiorcą w normalnie funkcjonującej gospodarce rynkowej [Stiglitz, 2002, s. 201]. Konsekwencją takiego działania jest jednocześnie zapewnienie kredytodawców i inwestorów, że ich fundusze są i zawsze będą chronione, co wywołuje fałszywe poczucie bezpieczeństwa przejawiające się w ich zwiększonym zaufaniu, a więc w obniżeniu żądanej przez nich stopy procentowej. W kontekście teorii cykli koniunkturalnych L. von Misesa i F.A von Hayeka, zgodnie z którą sztuczne obniżenie poziomu „rynkowej” stopy procentowej poniżej jej naturalnego poziomu zawsze prowadzić będzie do zaburzeń i niedostosowań w gospodarce, wywołując zjawisko cykliczności [Ebeling, red., 1996], efektem sprawowanej przez MFW funkcji LOLR może okazać się popadanie przez poszczególne kraje w kolejne kryzysy, utrwalające tylko konieczność finansowania się w ramach działań pomocowych Funduszu. Wnioski takie zgodne są także z wynikami badań nad efektywnością programów MFW, które wykazały, że państwa, które raz skorzystały z pomocy Funduszu, średnio z większym prawdopodobieństwem zwracają się w przyszłości o kolejną pomoc, w dodatku znajdując się w gorszej sytuacji makroekonomicznej [Evrensel, 2002]. Zjawisko to, nazywane niekiedy „pułapką uzależnienia” lub „efektem histerezy” [Dreher, Vaubel, 2000], służy niektórym ekonomistom jako poważny zarzut wobec MFW, zgodnie z którym w interesie Funduszu może być wywoływanie takiej sytuacji, ponieważ uzależnienie od siebie poszczególnych gospodarek kreuje stały popyt na kredytowanie, programy pomocowe i dostosowawcze oraz działania doradcze. To z kolei umacnia tylko potrzebę istnienia Funduszu jako międzynarodowego pożyczkodawcy ostatecznej instancji,

dostarczając mu jednocześnie niewyczerpane źródło dochodów [Urbacza, Vaubel, 2013].

Odchodząc chwilowo od dywagacji na temat tego, czy to MFW powinien odgrywać rolę międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji, czy też nie, należy zwrócić uwagę, że istnienie globalnego LOLR może stać w ostrej sprzeczności z samą celowością jego funkcjonowania, a więc z zapewnianiem stabilności oraz minimalizowaniem skutków zaburzeń w gospodarce światowej. Paradoks ten związany jest z gotowością do ratowania państw za wszelką cenę, gdy zmagają się one z poważnymi problemami, rodzącymi ryzyko ogłoszenia niewypłacalności. Podejście to w rezultacie generuje bowiem większy popyt na kredytowanie (mające na celu uniknięcie tego niepożądanego stanu), który szczególnie w okresach rozległych kryzysów może przyczynić się do sytuacji, w której możliwości instytucji pełniących funkcję LOLR mogą być niewystarczające względem potrzeb poszczególnych (najczęściej rozwijających się) krajów, do tej pory pewnych otrzymania pomocy [Giannini, 1999]. W konsekwencji prowadzi to zatem wyłącznie do jeszcze większej niestabilności na rynkach.

Obrońcy Międzynarodowego Funduszu Walutowego zwracają jednak uwagę, że uzyskanie pomocy przez rząd państwa będącego w trudnej sytuacji gospodarczej zawsze wiąże się z zapewnieniem o gotowości zrealizowania uprzednio ustalonego programu ratunkowego oraz dokonania gruntownych reform strukturalnych. Spełnienie owych *conditionality* – zdaniem zwolenników MFW – miałyby zagwarantować, że gospodarka danego kraju wróci na tory zrównoważonego wzrostu, nie narażając w przyszłości Funduszu na sytuację opisaną powyżej, a tym samym nie naruszając więcej stabilności systemu światowego. Ryzyko, że po przyznaniu określonej pomocy rządy państw nie wywiązywałyby się z wcześniejszych uzgodnień, ma minimalizować natomiast uzależnienie wypłaty kolejnych rat pożyczek od pozytywnej oceny realizacji danego etapu programu [Klimowicz, 2014, s. 348]. Wydaje się jednak, że gwarancja ta nie jest wystarczającą przesłanką, by przypuszczać, że reformy rzeczywiście zostaną dokonane, a rządy prowadzić będą odpowiedzialną politykę makroekonomiczną, dzięki której w przyszłości nie będą potrzebowały dalszej pomocy Funduszu [Andone, Scheubel, 2019]. Trudno bowiem wyobrazić sobie sytuację, w której w przypadku braku realizacji programu ratunkowego MFW odmówiłby wypłaty kolejnej transzy kredytu krajowi mającemu znaczący wpływ na poziom stabilności systemu finansowego na świecie bądź w regionie.

Zważywszy na występowanie coraz większej liczby międzynarodowych powiązań gospodarczych, a więc coraz większej złożoności i współzależności globalizującego się świata [Beck, 2002], wydaje się, że nawet w przypadku nie-

wykonywania przez dane państwo uzgodnionych działań Fundusz, będąc pożyczkodawcą ostatniej instancji, gotowy jest zrobić wszystko, by nie dopuścić do jego bankructwa, ponieważ potencjalne niewywiązanie się ze swoich zobowiązań (w wielu przypadkach nie dość, że denominowanych w walutach obcych, to jeszcze stanowiących znaczący udział w PKB pożyczających krajów) mogłoby wywołać poważne perturbacje w gospodarce światowej. Tym samym państwo, które mogłoby wywołać efekt ekonomicznego domina, może być ostrzegane – wzorem banków – jako zbyt duże, by upaść [Schwarcz, 2010].

3. Pokusa nadużycia czy gwarancji bezpieczeństwa MFW?

Sytuacja taka rodzić może natomiast, znów podobnie jak w przypadku wielkich banków, pokusę nadużycia (*moral hazard*) – rządy państw mogą pozwolić sobie na prowadzenie nieodpowiedzialnej polityki, zdając sobie sprawę z tego, że Fundusz za wszelką cenę utrzymywać będzie względną stabilność na rynkach poprzez udzielanie pożyczek i długoterminowych kredytów [Herrego, L'Hotellerie-Fallois, López Vicente, 2018]. Na fakt, że istnienie pożyczkodawcy ostatniej instancji może wywoływać pokusę nadużycia, po raz pierwszy uwagę zwrócili sami twórcy koncepcji LOLR w odniesieniu do bankowości centralnej, czyli wspomniani już H. Thornton i W. Bagehot [Hassan, 2015]. Ekonomiczne konsekwencje samego istnienia ubezpieczenia jako takiego, w sytuacji gdy wpływa ono na zachodzenie zjawiska, na wypadek którego miano się ubezpieczyć, a co za tym idzie, także na popyt na usługi zapewniane przez ubezpieczyciela, zostały natomiast teoretycznie przeanalizowane już w latach 60. XX w. przez M.V. Pauly'ego [1968]. Praktycznego przełożenia zjawiska *moral hazard*, wynikającego ze sprawowania przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji na rynkach światowych, w sposób wyczerpujący dokonał R. Vaubel [1983], a w ostatnim czasie m.in. P.Y. Lipsy z H. Na-Kyung Lee [2019].

Zgodnie z tą perspektywą pożyczki i kredyty długoterminowe udzielane przez MFW należy traktować jako międzynarodowe subsydiowanie dochodu, mające na celu ubezpieczenie przed negatywnymi szokami. Ubezpieczenie, które może skłaniać rządy państw członkowskich do prowadzenia mniej odpowiedzialnej polityki gospodarczej oraz odczeka zaciągania kredytów denominowanych w walucie obcej, w związku z ich niższym oprocentowaniem. Jednocześnie gwarancja ochrony kapitału zapewniana przez Fundusz zachęca inwestorów do angażowania się w bardziej ryzykowne projekty, ponieważ oczekują oni, że

w przypadku niepowodzenia przedsięwzięć, dzięki owej polisie ubezpieczeniowej MFW, uda im się odzyskać środki. W literaturze zwraca się też uwagę, że pokusa nadużycia bezpieczeństwa, jakie gwarantuje Fundusz, może prowadzić nie tylko do braku dyscypliny fiskalnej w poszczególnych państwach członkowskich, ale istnieje wręcz ryzyko, że zostanie ono wykorzystane do intencjonalnego wywoływania „kryzysów” bilansu płatniczego, tylko po to, by otrzymać środki finansowe bądź poprawić swój standing kredytowy na rynkach międzynarodowych, co następnie wykorzystywane jest do określonych celów politycznych [Niehans, 1985, s. 65-79].

Głosy wskazujące, że sprawowanie przez MFW roli globalnego LOLR może nieść za sobą ryzyko pokusy nadużycia, pojawiają się już właściwie przy każdym kryzysie dotyczącym poszczególne kraje członkowskie. Zdając sobie sprawę, że niemożliwe jest *ex ante* rozpoznać prawdziwych intencji rządu państwa finansującego się w ramach programów Funduszu, a niekiedy także *ex post* odróżnić „dobrego” dłużnika, który popadł w kłopoty finansowe w wyniku szoków zewnętrznych, od „złego” dłużnika cechującego się nieodpowiedzialną polityką gospodarczą, Komisja Meltzera utworzona przez Kongres USA w celu oceny działania MFW zaproponowała, by ograniczyć zakres działania owej instytucji wyłącznie do tych krajów, które kwalifikowałyby się do tego na podstawie ścisłych kryteriów zadłużenia i przejrzystości prowadzonej polityki [Cohen, Portes, 2006, s. 4]. Choć Komisja dowiodła w raporcie, że rodząca ryzyko pokusy nadużycia polityka Funduszu doprowadziła w latach 90. do kryzysu w Ameryce Łacińskiej, Rosji czy Azji Południowo-Wschodniej, nie doprowadziło to właściwie do żadnych zmian w zakresie funkcji LOLR [Meltzer Commission, 2000]. Co więcej, w następnych latach sukcesywnie tworzono kolejne linie kredytowe – *Rapid Credit Facility* (RCF), *Flexible Credit Line* (FCL) oraz *Precautionary and Liquidity Line* (PLL), które jedynie umacniały mandat Funduszu jako pożyczkodawcy ostatniej instancji, nasilając jednocześnie zjawisko *moral hazard*. Paradoksalne, że w 2011 r. działania dotyczące wprowadzenia Globalnego Mechanizmu Stabilizacyjnego (*Global Stabilization Mechanism* – GSM), a zatem nowej formuły pożyczkowej mającej umożliwić MFW bardziej skuteczne przeciwdziałanie zapaściom systemowym, zostały zaniechane przez sam Fundusz w związku z... możliwością wystąpienia pokusy nadużycia [Gąsiorowski i in., 2013, s. 43]. Należy więc przyjąć, nie podważając przy tym co do zasady funkcjonowania Międzynarodowego Funduszu Walutowego ani sprawowanej przez niego roli globalnego LOLR, że już samo istnienie takiej instytucji musi stwarzać ryzyko zjawiska *moral hazard*, mogące załamania koniunkturalne czynić bardziej prawdopodobnymi. Międzynarodowy pożyczkodawca ostatniej

instancji, który nie posiada zasobów ani narzędzi, by w sposób wystarczający ograniczyć możliwości występowania pokusy nadużycia wobec swoich programów, może bowiem powodować niestabilność na rynkach światowych, co stoi w zdecydowanej sprzeczności z celem, do jakiego został powołany [Mishkin, 2000, s. 7].

Podsumowanie

Po II wojnie światowej społeczność międzynarodowa stanęła przed wyzwaniem stworzenia nowego ładu, mającego zapewnić względny pokój na świecie oraz wzrost dobrobytu, niezakłócanego załamaniem podobnymi do Wielkiego Kryzysu z lat 30. XX w. Na mocy postanowień z Bretton Woods gwarantem przestrzegania ustanowionych reguł i zapewnienia stabilności finansowej miał zostać Międzynarodowy Fundusz Walutowy, którego zadaniem było wspieranie krajów znajdujących się w trudnej sytuacji płatniczej poprzez udostępnienie odpowiedniego finansowania. Po załamaniu się systemu kursów stałych MFW stanął przed koniecznością przeformułowania swoich podstawowych funkcji i wyznaczenia nowych celów. Doprowadziło to do umocnienia mandatu Funduszu jako globalnego pożyczkodawcy ostatniej instancji, którego działalność miała jednak coraz mniej wspólnego z jego pierwotną misją. Mimo włączania coraz większej liczby państw w „międzynarodową siatkę bezpieczeństwa” kreowania SDR-ów stosownie do zwiększających się potrzeb oraz tworzenia kolejnych linii kredytowych celu, do jakiego instytucja ta została powołana, nie udało się osiągnąć. W wątpliwość poddaje się przez to niekiedy zasadność dalszego funkcjonowania MFW jako globalnego pożyczkodawcy ostatniej instancji. Fundusz nie dysponuje bowiem wystarczającymi narzędziami oraz środkami mogącymi zagwarantować stabilność międzynarodowego systemu finansowego w warunkach globalnych, szczególnie w kontekście rosnącego znaczenia Chin, potencjalnych wojen handlowych, regionalnych porozumień i tykającej bomby zegarowej na rynku długu – nadal nierozwiązanego problemu państw zbyt dużych, by upaść. Co więcej, po kryzysie finansowym w Grecji i innych krajach oraz sposobach jego zwalczania społeczna wiarygodność Funduszu, nie tylko jako globalnego LOLR, ale jako samej instytucji stojącej na straży stabilności rynków finansowych, została mocno nadszarpnięta. Negatywne opinie o MFW wynikają po części z tego, że *conditionality*, choć w teorii nakładane są na rządy państw członkowskich, w rzeczywistości dotyczą najbardziej podstawowych aspektów funkcjonowania społeczeństw objętych programami wsparcia, które pozostają

jednak na pełnym marginesie negocjacji nad szczegółami tych programów i warunków udzielania pomocy. W ten sposób stają się swego rodzaju zakładnikami w grze interesów pomiędzy rządem, wierzycielami oraz MFW. Ostatnie propozycje reformy Funduszu, mające zapewnić mu jeszcze większą niezależność od państw członkowskich [de Gregorio i in., 2018], zdają się nie dostrzegać tej kwestii i jeszcze bardziej zamykają Fundusz w pułapce technokratycznej instytucji globalnej, wyabstrahowanej od codziennego życia społecznego.

Wydaje się zatem, że konieczne jest ponowne przemyślenie funkcji, jaką MFW powinien pełnić na arenie międzynarodowej. Skoro decyzje podejmowane przez Fundusz nie dość, że obciążone są ryzykiem *moral hazard*, ale też bezpośrednio wpływają na życie społeczne w krajach członkowskich, to dyskusja dotycząca jego działalności, finansowania i poziomu decyzyjności nie powinna odbywać się wyłącznie w gabinetach w Waszyngtonie i na szczytach w Davos, na których z pewnością nie brakuje akcjonariuszy oraz wierzycieli MFW korzystających z podtrzymywania gwarancji ochrony ich kapitału. Brakuje za to tych, którzy najmocniej odczuwają skutki programów Funduszu. Kluczowy obszar reform MFW powinien tym samym dotyczyć większej demokratyzacji tej instytucji oraz partycypacji społeczności krajów członkowskich w decydowaniu o rozwoju międzynarodowego systemu finansowego. To zaś mogłoby zwiększyć społeczny nadzór i kontrolę nad realizacją programów pomocowych MFW, a zatem także minimalizować ryzyko nadużycia wśród rządów. Dyskusje wyłącznie nad nowymi narzędziami, nowymi procedurami dotyczącymi udzielanej pomocy i nowymi zasadami wyłaniania zespołu zarządzającego Funduszem nie dotyczą więc podstawowej kwestii – czy nadal posiada on społeczny i demokratyczny mandat do sprawowania funkcji międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji?

Literatura

- Andone I., Scheubel B. (2019), *Once Bitten: New Evidence on the Link between IMF Conditionality and IMF Stigma*, ECB Working Paper No. 2262.
- Beck U. (2002), *Społeczeństwo ryzyka. W drodze do innej nowoczesności*, Scholar, Warszawa.
- Bogus P., Howden D. (2011), *Deep Freeze: Iceland's Economic Collapse*, Ludwig von Mises Institute, Auburn.
- Cohen D., Portes R. (2006), *Toward a Lender of First Resort*, IMF Working Paper No. 06/66.

- Dreher A., Vaubel R. (2000), *Does the IMF Cause Moral Hazard and Political Business Cycles? Evidence from Panel Data*, Discussion Papers 598-01, Institut für Volkswirtschaftslehre und Statistik.
- Ebeling R.M., ed. (1996), *The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays*, Ludwig von Mises Institute, Auburn.
- Evensel A.Y. (2002), *Effectiveness of IMF-Supported Stabilization Programs in Developing Countries*, "Journal of International Money and Finance", Vol. 21, No. 5, s. 565-587.
- Fischer S. (1999), *On the Need for an International Lender of Last Resort*, "Journal of Economic Perspectives", Vol. 13, No. 4, s. 85-104.
- Frankel J.A. (1999), *International Lender of Last Resort*, Social Science Research Network.
- Gąsiorowski P., Frankiewicz D., Grotte M., Życieńska A. (2013), *Dostosowania instrumentarium, zasad działania i zasobów Międzynarodowego Funduszu Walutowego w reakcji na światowy kryzys finansowy i gospodarczy*, „Materiały i Studia”, nr 285, NBP, Warszawa.
- Giannini C. (1999), *The IMF and Lender of Last Resort Function. An External View*, "Finance & Development", Vol. 36, No. 3, s. 24-27.
- Gołęboska J. (2008), *Bank centralny jako pożyczkodawca ostatniej instancji: współczesne dylematy realizacji funkcji*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica”, nr 221, s. 46-61.
- Gregorio J. de, Eichengreen B., Ito T., Wyplosz Ch. (2018), *IMF Reform: The Unfinished Agenda*, International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva.
- Hassan I.B. (2015), *Lender of Last Resort and its Global Impact*, Social Science Research Network.
- Herrero G.S., L'Hotellerie-Fallois P., López Vicente F. (2018), *The International Monetary Fund and its Role as a Guarantor of Global Financial Stability*, Banco de España Article No. 23/18.
- Hülsmann J.G. (2014), *Etyka produkcji pieniądza*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa.
- Igwe I.O.C. (2018), *History of the International Economy: The Bretton Woods System and Its Impact on the Economic Development of Developing Countries*, "Athens Journal of Law", Vol. 4, Iss. 2, s. 105-126.
- Kazemi H., Rafiei V. (2012), *The Role of the International Monetary Fund in Global Financial System as an International Lender of Last Resort*, "Life Science Journal", Vol. 9, No. 4, s. 2891-2894.
- Klimowicz M. (2014), *Bankructwo państw europejskich* [w:] A. Florczak, A. Lisowska (red.), *Organizacje międzynarodowe w działaniu*, OTO Agencja Reklamowa, Wrocław, s. 335-356.
- Latoszek E., Proczek M. (2006), *Organizacje międzynarodowe we współczesnym świecie*, Elipsa, Warszawa.

- Lipsy P.Y., Na-Kyung Lee H. (2019), *The IMF as a Biased Global Insurance Mechanism: Asymmetrical Moral Hazard, Reserve Accumulation, and Financial Crises*, "International Organization", Vol. 73, No. 2, s. 489.
- Łasak P. (2017), *Proces reformowania Międzynarodowego Funduszu Walutowego*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Oeconomia”, vol. 51, nr 6, s. 189-196.
- Meltzer Commission (2000), Report of the International Financial Institution Advisory Commission.
- Michałowski T. (2008), *Pomoc kredytowa MFW w świetle przemian zachodzących w gospodarce światowej*, Instytut Handlu Zagranicznego, Uniwersytet Gdański, Gdańsk.
- Mishkin F.S. (2000), *The International Lender of Last Resort: What are the Issues?*, Kiel Institute of World Economy, Kiel.
- Munyama K. (2008), *Analiza funkcjonowania programów MFW na przykładzie udogodnienia na rzecz redukcji ubóstwa i wzrostu gospodarczego – PRGF (Poverty Reduction and Growth Facility)*, „Roczniki Ekonomiczne Kujawsko-Pomorskiej Szkoły Wyższej w Bydgoszczy”, nr 1, s. 257-279.
- Niehans J. (1985), *International Debt with Unenforceable Claims*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Review Win.
- Pauly M.V. (1968), *The Economics of Moral Hazard: Comment*, "American Economic Review", Vol. 58, No. 3, s. 531-537.
- Polak E. (2013), *Międzynarodowe organizacje gospodarcze wobec kryzysu finansowego – na przykładzie MFW*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy”, nr 30, s. 25-39.
- Reinhart C.M., Trebesch C. (2015), *The International Monetary Fund: 70 Years of Reinvention*, Working Paper No. 21805, National Bureau of Economic Research.
- Schwarz S.L. (2010), *Facing the Debt Challenge of Countries That are Too Big to Fail*, Duke Law Working Papers No. 30.
- Stiglitz J.E. (2002), *Globalization and its Discontents*, W.W. Norton and Co., New York.
- Truman E.M. (2017), *The End of the Bretton Woods International Monetary System*, Peterson Institute for International Economics Working Paper No. 17-11.
- Urbacza A., Vaubel R. (2013), *IMF Subsidies, Cancellations, and Resumptions: New Empirical Evidence*, "Cato Journal", Vol. 33, No. 1, s. 155-170.
- Vaubel R. (1983), *The Moral Hazard of IMF Lending*, "The World Economy", Vol. 6, Iss. 3, s. 291-304.

**MORAL HAZARD OR GUARANTEE OF STABILITY?
INTERNATIONAL MONETARY FUND AS A LENDER OF LAST RESORT**

Summary: The main purpose of the International Monetary Fund is, for the very beginning, maintain balanced growth of the world economy by establishing exchange rate stability, elimination of the shortage of international liquidity and providing financial assistance for overcoming economic crisis. Therefore, the unwritten function of IMF is to play a parental role for governments in financial trouble and to act as a global Lender of Last Resort (LOLR). Examples of economic crisis in its member countries show that IMF policy might however lead to financial, social and political instabilities due, among other things, to the moral hazard phenomenon. The purpose of this paper is to reconsider the role of IMF, taking into account that Funds policies very often run counter to its own objectives and to the general rules of standard market economies.

Keywords: International Monetary Fund, moral hazard, Lender of Last Resort, LOLR, Bretton Woods.