

MFW i pokusa nadużycia

Autor: Phillipp Bagus, David Howden

Źródło: mises.org

Tłumaczenie: Sebastian Pilarczyk

[trzeci rozdział książki [Deep Freeze](#)]

Późne lata 90. były okresem umacniania się mandatu Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) do odgrywania roli globalnego finansowego opiekuna, który próbuje w porę dostrzec niestabilności, aby je następnie zniwelować w imię rozwoju gospodarczego. Kilka zmian w zakresie kompetencji MFW, które były następstwem kryzysów poprzednich 20 lat, dały mu zarówno dalece szerszą gamę strategii, jak i większe zasoby, dzięki którym mógł wspierać rozchwiane gospodarki.



Kryzysy późnych lat 80. oraz 90. (kryzys meksykański, niewywiązanie się ze spłaty długu przez Rosję, kryzys azjatycki, kryzys walutowy w Brazylii, kryzys argentyński i inne) zostały wykorzystane do umocnienia istoty mandatu MFW — stabilizowania kursów wymian w celu ułatwienia handlu światowego. Przypuszczano, że niepowodzenia Funduszu na polu natychmiastowego niwelowania skutków kryzysów były spowodowane brakiem odpowiednich wytycznych proceduralnych. Za każdym razem, gdy działania MFW kończyły się porażką, zakładano, że Fundusz dysponował niewystarczającym zestawem narzędzi, by działać skutecznie. Nie brano pod uwagę możliwości, że jego działania same w sobie są niewłaściwe.

W pewnym sensie kryzys finansowy w Islandii może być z perspektywy czasu postrzegany jako podobny do tych z Meksyku, Rosji, Brazylii, Argentyny czy krajów azjatyckich. W dwóch ważnych kwestiach różnił się jednak znacząco od wyżej wymienionych. Po pierwsze, rozmiary wzrostu i późniejszego upadku

były dużo większe niż doświadczenia wcześniej wspomnianych krajów rozwijających się. Po drugie, co ważniejsze i bardziej zagadkowe, Islandia jest pierwszym krajem *wysoko rozwiniętym*, który musiał się zmierzyć z katastrofą finansową o skali niespotykanej od czasów wielkiego kryzysu.

W odpowiedzi na wcześniejsze finansowe zapaście, instytucje z całego świata odpowiedzialne za bankowość centralną i politykę pieniężną (kierowane przede wszystkim przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy) podjęły się współpracy i zapoczątkowały okres nadzoru, pomocy oraz gwarancji dla światowych rynków finansowych o skali niespotykanej nigdy dotąd. Początkowym efektem tych działań był długi okres wzrostu i spokoju. Rynki kapitałowe charakteryzowały się niesamowitą płynnością, nawet w obliczu takich traumatycznych wydarzeń jak ataki z 11 września. Rynki walutowe weszły w okres zmniejszonych wahań. Optymizm inwestorów nie tylko odpowiednio wzrósł, ale przeistoczył się w irracjonalny entuzjazm. Wynikiem tego sztucznie wywołanego spokoju było powszechne lekceważenie niepewności. Obecnie zgodnie uznaje się, że wysoka dźwignia finansowa, którą stosował system bankowy, była nie do utrzymania.

Szukając wyjaśnienia zaniżonej wyceny ryzyka oraz gwałtownego wzrostu inwestycji transgranicznych, rozsądnym byłoby przyjrzenie się rynkom walutowym, jako że to pieniądze są pomostem między wszystkimi transakcjami. Jednakże kursy wymiany nie weszły w okres, który byśmy uznali za nadzwyczaj spokojny. Jednocześnie nasze zdolności do prognozowania tychże kursów nie poprawiły się znacząco¹. Jeśli można zauważyć jakąś tendencję, to (wyłączając rozszerzającą się strefę euro) było nią przechodzenie kolejnych państw na system płynnych kursów walutowych. Płynne kursy powodują, że działalność biznesowa staje się trudniejsza. Przedsiębiorcy, oprócz przewidywania kosztów produkcji i cen zbytu, muszą teraz szacować także przyszłe kursy wymiany walut.

O ile średnie ryzyko inwestycji transgranicznych nie zostało obniżone, to złagodzone konkretne epizody potencjalnie gwałtownych zmian. Organizacje międzynarodowe chętnie interweniowały, by zapobiec sytuacji, w której rząd danego kraju ogłasza bankructwo (zwykle przez nieregulowanie długów i drukowanie własnej waluty w takich ilościach, że staje się ona bezwartościowa).

MFW wielokrotnie interweniował, pomagając małym lub rozwijającym się gospodarkom, by ustrzec inwestorów od strat lub nadmiernej zmienności.

W następstwie kryzysu w państwach azjatyckich w późnych latach 90. MFW przeprowadził bezprecedensową ekspansję swoich operacji. Fundusz dokonał wypłat wartych kolejno: 17 miliardów USD (dla Tajlandii), 43 miliardy USD (dla Indonezji) i 57 miliardów USD (dla Korei Południowej). Wypłaty zostały uwarunkowane w sposób, który dalece wykraczał poza dany MFW mandat². Fundusz nie walczył rzecz jasna tylko z kryzysami gospodarczymi w egzotycznych krajach, lecz również z politycznym kryzysem bliżej własnej siedziby. MFW, który został założony w 1944 r. jako część systemu z Bretton Woods, stracił na znaczeniu ze względu na niedawne zmiany w międzynarodowym systemie walutowym. Fundusz miał pierwotnie cztery cele: po pierwsze, promowanie stabilności kursów wymiany; po drugie, współpracę w ramach polityki pieniężnej; po trzecie, rozwój handlu międzynarodowego; po czwarte, miał być „ostatnią instancją” dla pożyczkobiorców. W początkowych latach funkcjonowania systemu z Bretton Woods, przy powszechnym stosowaniu kursów stałych, było jasne, że realizacja przynajmniej części z tych celów nie może być przeprowadzona przez pojedyncze kraje. Wiele krajów (ograniczonych przez swoje reżimy kursowe) miało związane ręce i nie mogło interweniować, gdy kryzysy przybierały na sile.

Przejęcie do globalnego systemu płynnych kursów walutowych całkowicie zmieniło sytuację. Banki centralne mogły jednostronnie poszerzać swoją bazę monetarną, aby zwalczać problemy z płynnością — bez względu na deprecjację kursów wymiany (które były częściowo usztywnione podczas obowiązywania systemu z Bretton Woods). Nie było potrzeby, aby otwarcie koordynować międzynarodową politykę pieniężną. Banki centralne poszczególnych krajów mogły prowadzić swoje własne polityki, lepiej lub gorzej, i zbierać owoce (słodkie albo gorzkie) swoich decyzji. Handel międzynarodowy nie potrzebował w zasadzie dalszego wsparcia. Zdecydowana większość świata przekonała się na własne oczy o korzyściach płynących z otwierania się granic w okresie powojennym. Fizyczne bariery w handlu przechodziły do historii. Można było odnieść wrażenie, że wielość porozumień handlowych (zarówno jednostronnych, jak i dwustronnych) wspierała wolny handel bez konieczności istnienia międzynarodowej biurokracji pokroju Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

Zmiany te spowodowały, że konieczne stało się ponowne przemyślenie roli MFW. Tylko jeden cel powstania Funduszu (z pierwotnych czterech) pozostał faktycznie aktualny: utrzymywanie stabilnych kursów wymiany. Trzeba przyznać, mając w perspektywie nowy i nieustannie poszerzający się system kursów płynnych, że zadanie to mogło wydawać się niezmiernie złożone. Rozpowszechnienie reżimów kursów płynnych dało Funduszowi pretekst, by reagować nawet na najmniejszą oznakę kłopotów. Wszystko po to, aby zapewnić, że kursy wymian są „stabilne” i znajdują się „pod kontrolą” — na wypadek gdyby harmonijny handel międzynarodowego (obecnie cel drugorzędny) był zagrożony.

Głosy, żeby wzmocnić regulację nad kwestiami pieniężnymi, stały się normą. MFW przeobrażał się z agencji reaktywnej — stworzonej, by pomagać krajom dopiero *po* wystosowaniu prośby o nią oraz wypróbowaniu wszelkich innych możliwości — w agencję proaktywną — mieszającą się w sprawy innych, zanim potrzeba interwencji była rzeczywiście widoczna³. W następstwie kryzysów lat 90. w Ameryce Łacińskiej, a jeszcze bardziej tych w Azji Południowo-Wschodniej, głosy za regulacją przybrały na sile.

„Rządy muszą teraz wziąć na swoje barki proces umacniania instytucjonalnych i politycznych fundamentów swoich gospodarek. To ma uczynić je na tyle wytrzymałymi, aby oprzeć się globalizacji i wyciągnąć z niej korzyści. (...) MFW może, i powinien, uczestniczyć w każdym etapie tego procesu i posuwać go naprzód” — stwierdził [David Lipton](#)⁴. Dyskutując nad finansową rolą Funduszu, „ważną kwestią”, wg Jacka Boormana⁵, było to, że:

liberalizacja i prywatyzacja nie umniejszają roli rządu. (...) Jeśli kryzys czegokolwiek nas nauczył, to tego, iż powinniśmy pamiętać o kluczowym znaczeniu infrastruktury instytucjonalnej. Jest ona potrzebna do skutecznego kierowania gospodarką kapitalistyczną — systemami prawnymi, procedurami bankructwa, standardami, transparentnością — wieloma elementami, które kryją się dzisiaj pod terminem „struktury rynku”.

Zastępca Dyrektora Zarządzającego MFW, Anne Krueger, wyraziła podobną opinię podczas swojego wystąpienia w Banku Centralnym Islandii z dnia 24 czerwca 2004 r.:

Kryzysy zawsze były częścią tego, czym zajmował się Fundusz. Zadaniem MFW jest dołożenie wszelkich starań, by im zapobiegać. Gdy jednak problemy nadejdą, naszym obowiązkiem jest rozwiązać je na tyle gładko, jak to tylko możliwe⁶.

W świetle zwiększonych deficytów budżetowych wielu państw (spowodowanych obecnym kryzysem), Fundusz wezwał kraje rozwijające się do udostępnienia mu większej ilości zasobów, by móc skutecznie stawić czoła problemom na rynkach. Grupa G-20 na ostatnim szczycie postanowiła *potroić* wartość linii kredytowej Funduszu do 750 miliardów USD⁷. Zobowiązała się też do zwiększenia zasobów „waluty” MFW ([specjalne prawa ciągnięcia](#)) o 250 miliardów USD⁸.

Rezultatem nagłego i pokaźnego wsparcia (przekazywanego krajom z ryzykiem utraty płynności czy niewypłacalności) jest wzrost pewności inwestorów zagranicznych oraz usunięcie (a przynajmniej ograniczenie) strachu przed niemożnością spłaty zobowiązań przez rządy. Inwestorzy są kuszeni, by akceptować zwiększone zadłużenie w tychże krajach. Wzmoczona aktywność inwestycyjna prowadzi tam do większej niestabilności.

Następne zagrożenie wynika z poprawiania stabilności finansowej państw. Gdy zwiększają się (w perspektywie długoterminowej) międzynarodowe inwestycje i zaufanie do danego kraju, wówczas wahania kursów walutowych zmniejszają się proporcjonalnie⁹. Zwiększona stabilność finansowa daje w efekcie lokalnym inwestorom przewagę — mogą denominować dług w obcych walutach, które często wiążą się z niższymi stopami procentowymi. To pozwala im na znaczące oszczędności w porównaniu do pozyskiwania funduszy denominowanych w walucie lokalnej. To przeniesienie ciężaru — z lokalnych źródeł finansowania na zagraniczne — wiąże się z kosztem, który może być, ale nie musi, wliczony w koszty pożyczki. Chodzi tu mianowicie o ryzyko kursu walutowego, które jest nieodłącznym elementem każdego długu charakteryzującego się innymi walutami po stronie aktywów i zobowiązań.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy zainteresował się niedawno wprowadzeniem zasad reorganizacji finansów państwa w wypadku niewypłacalności. W odpowiedzi na kilka globalnych kryzysów finansowych, które

miały miejsce w latach 90., MFW umocnił swoją rolę pośrednika w sytuacjach podobnego rodzaju. Pojawiały się głosy, by Fundusz funkcjonował jako międzynarodowy pożyczkodawca „ostatniej instancji”, co miałoby powstrzymać kryzysy związane z niewypłacalnością oraz gwarantowałyby bardziej uporządkowany powrót do normalności¹⁰. Istnienie instytucji nadzorującej umożliwiłoby funkcjonowanie międzynarodowych rynków kapitałowych z odnowionym zaufaniem do tego, że przyszłe kryzysy nie zagrażą spłacie długów.

W tym dążeniu do ustanowienia pożyczkodawcy „ostatniej instancji” przeoczono fakt, iż im więcej krajów zostanie wyciągniętych z kłopotów przez MFW, tym większe będzie pokusa nadużycia w pozostałych. Normalne rynki cechują się tym, że pożyczkodawcy pożyczają pieniądze, a pożyczkobiorcy mogą zbankrutować. Długi są regulowane zgodnie z procedurą prawną dotyczącą bankructw — jest „to właśnie tym, czego powinniśmy się spodziewać po normalnie funkcjonującej gospodarce rynkowej”¹¹. Ryzykowne kraje i, co ważniejsze, ich wierzyciele postrzegają gwarancję finansowego ratowania zagrożonych podmiotów jako polisę ubezpieczeniową. Inwestorzy są tym samym mniej ostrożni w obszarze inwestowania w krajach rozwijających się — MFW przecież pośrednio zagwarantował pokrycie ich strat w przypadku finansowej katastrofy.

Prace nad tym, by utworzyć pożyczkodawcę „ostatniej instancji” mogą okazać się niepotrzebne w większości przypadków. Wszakże suwerenne państwo automatycznie posiada przewagę polegającą na tym, że bank centralny może zwiększać podaż pieniądza i niwelować tym samym zobowiązania dłużne denominowane we własnej walucie¹². Ta kluczowa kwestia (czyli bank centralny funkcjonujący jako pożyczkodawca „ostatniej instancji”) powinna oddalić możliwość niewypłacalności systemu bankowego, o ile długi są denominowane w walucie lokalnej.

Sztucznie wywołana stabilność na rynkach wschodzących umożliwiła jednakże przedsiębiorcom dywersyfikację źródeł finansowania z pominięciem rodzimej waluty (która wciąż cierpi z racji zawyżonej premii za ryzyko) i skupieniu się na bardziej stabilnych walutach zagranicznych¹³. Zagraniczne źródła finansowania oferują niższą (korzystniejszą) premię za ryzyko, która zmniejsza koszty długu. Stabilne kursy wymiany wywołane przez MFW prowadzą

do niedoszacowania ryzyka walutowego. W rezultacie potężne siły kuszą zarówno rządy, jak i przedsiębiorców, do zaciągania zobowiązań w obcych walutach.

Niedoszacowanie ryzyka wymusiło na islandzkich bankach zaciągnięcie zobowiązań w obcej walucie. Było również przyczyną zwiększonej spekulacji na rynku islandzkim, jako że zagraniczni inwestorzy zostali uśpieni. Myśleli, że [korona islandzka](#) była mniej ryzykowna, niż wskazywały na to gospodarcze fundamenty kraju.

¹ Richard A. Meese, Kenneth Rogoff, „Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit Out of Sample?”, *Journal of International Economics* 14 (1983 r.): s. 3–24; Richard A. Meese, „Currency Fluctuations in the Post-Bretton Woods Era”, *Journal of Economic Perspectives* 4, nr 1 (1990 r.): s. 117–134 ukazują dowody na to, że wartość oczekiwana zawarta w modelach ekonomicznych dla miesięcznych albo kwartalnych kursów wymiany wynosi, co do zasady, zero.

² Devesh Kapur, „The IMF: A Cure or a Curse?”, *Foreign Policy* 111 (lato, 1998 r.): s. 114–129.

³ Fundusz stał się w rzeczywistości pożyczkodawcą „pierwszej instancji” (Daniel Cohen, Richard Portes, „Toward a Lender of First Resort”, International Monetary Fund working paper WP/06/66, 2009 r.).

⁴ David Lipton, „Refocusing the Role of the International Monetary Fund”, [w:] *Reforming the International Monetary System*, red. Peter B. Kenen, Alexander K. Swoboda, s. 345–365 (Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2000), s. 346.

⁵ Jack Boorman, „On the Financial Role of the IMF”, [w:] *Reforming the International Monetary System*, red. Peter B. Kenen, Alexander K. Swoboda, str. 366–369 (Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2000 r.), s. 366.

⁶ Anne Krueger, „The IMF at Sixty: What Role for the Future?”, wykład w Banku Centralnym Islandii, Reykjavik (24 czerwca 2004 r.).

⁷ Obecnie nie jest już takie jasne, czy MFW otrzyma to, co zostało mu obiecane. W pełni potwierdzona przez rządy została tylko ok. połowa tej kwoty.

⁸ Niektórzy sugerują, że instytucja międzynarodowa (taka jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy) powinna stanowić międzynarodowego pożyczkodawcę „ostatniej instancji” (Stanley Fischer, „On the Need for an International Lender of Last Resort”, *Journal of Economic Perspectives* 13 [1999 r.]: s. 85–104; Nouriel Roubini, Brad Setser, *Bailouts or Bail-Ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies* [Washington, D.C.: Institute for International Economics, 2004 r.]; Maurice Obstfeld, „Lenders of Last Resort in a Globalized World”, przemówienie na Międzynarodowej Konferencji Instytutu Studiów

Pieniężnych i Ekonomicznych, Tokio, Bank Japonii [27–28 maja 2009 r.]). Forrest Capie, „Can There Be an International Lender-of-Last-Resort?”, *International Finance* 1, nr 2 (1998 r.): s. 311–325, Jeffrey A. Frankel, „International Lender of Last Resort,” podczas prezentacji na Konferencji Banku Rezerwy Federalnej w Bostonie „Rethinking the International Monetary System” (7–9 czerwca 1999 r.) zauważył, iż MFW *nie może* funkcjonować jako pożyczkodawca „ostatniej instancji” w tradycyjnym tego słowa znaczeniu, gdyż nie posiada zdolności do drukowania pieniędzy. Jednakże, Fundusz odgrywa rolę zbliżoną, gdyż posiada relatywnie duże rezerwy gotówkowe (w odniesieniu do rozmiarów gospodarek, które zamierza wspierać). Michele Fratianni, John Pattison, „The Bank for International Settlements: An Assessment of Its Role in International Monetary and Financial Policy Coordination”, *Open Economies Review* 12, nr 2 (2001 r.): s. 197–222, proponują z drugiej strony, aby to Bank Rozrachunków Międzynarodowych wziął na siebie odpowiedzialność za bycie pożyczkodawcą „ostatniej instancji”. Natomiast Varadarajan V. Chari i Patrick Kehoe w „Asking the Right Questions About the IMF”, *Federal Reserve Bank of Minneapolis, Annual Report* (1999 r.): s. 3–26, uważają, że konsorcjum złożone z Fedu, Europejskiego Banku Centralnego oraz Banku Japonii byłoby wystarczająco potężne, by zwalczać międzynarodowe problemy z płynnością finansową. Alternatywę przedstawiają Barry Eichengreen i Christof Rühl w publikacji „The Bail-In Problem: Systematic Goals, Ad Hoc Means”, *Economic Systems* 25, nr 1 (2001 r.): s. 3–32, zastanawiając się nad rolą zbiorowych zabezpieczeń obecnych w umowach kredytowych i ich pomocą przy decydowaniu, czy restrukturyzacja jest pożądana. Barry Eichengreen w „*Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*” (Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1999 r.) analizuje co ważniejsze propozycje.

⁹ Redukcja ryzyka jako takiego będzie miała wpływ na krańcowych pożyczkodawców. Stopy procentowe pozostaną na poziomie, który może być uznawany jako wysoki i w pełni rekompensujący postrzegane ryzyko. Jednocześnie ci mniejsi pożyczkodawcy będą kuszeni, by wziąć na swoje barki więcej ryzyka, niż wynikałoby to z obowiązujących stóp procentowych. Ludwig von Mises w „'Elastic Expectations' and the Austrian Theory of the Trade Cycle”, *Economica*, nr 39 (1943 r.), s. 251–52 wskazał, że sztucznie obniżone stopy procentowe nie muszą być niskie wg jakichkolwiek obiektywnych norm, żeby powodować szkodliwe efekty. Obniżki względne, w porównaniu do stóp realnych (tj. takich, które nie były sztucznie manipulowane), są warunkiem wystarczającym, by wywoływać błędy przedsiębiorców.

¹⁰ Robert Gilpin, *The Challenge of Global Capitalism: The World Economy in the Twenty-First Century* (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2000 r.), s. 335.

¹¹ Joseph E. Stiglitz, *Globalization and Its Discontents* (New York: W. W. Norton and Company, 2003), s. 201.

¹² Istnieją „zdolaryzowane” kraje, takie jak: księstwo Monako, Kosowo czy księstwo Liechtenstein, które przyjęły obcą walutę (jak euro czy frank szwajcarski) jako swoją własną. W efekcie nie mogą zmniejszać wartość zobowiązań przez wywoływanie inflacji swojej waluty (w niektórych przypadkach nie jest to potrzebne – dług publiczny księstwa Liechtenstein jest zerowy). Są to jednak wyjątki od reguły. Suwerenne państwa z własnymi bankami centralnymi i niezależnie prowadzoną polityką pieniężną stanowią większość.

¹³ Międzynarodowy Fundusz Walutowy („Review of Recent Crisis Programs”, [14 września 2009 r.], str. 45) sporządził niedawno notę dotyczącą tego tematu, stwierdzając, iż podczas gdy stabilność kursu walutowego jest kluczowa dla wzrostu krajów rozwijających się, to cel ten musi być tak sformułowany, by uwzględniał przyszłą konieczność dostosowań.