

Damian Frankiewicz

INSTYTUCJA POŻYCZKODAWCY OSTATNIEJ INSTANCJI – NA PRZYKŁADZIE MIĘDZYNARODOWEGO FUNDUSZU WALUTOWEGO

Wprowadzenie

Koncepcja pożyczkodawcy ostatniej instancji została sformułowana w XIX w. przez dwóch brytyjskich finansistów, H. Thorntona i W. Bagehota. Opracowali oni teorię, według której w sytuacji wystąpienia kryzysu bankowego pożyczkodawca taki powinien udzielić w krótkim czasie pożyczki instytucji bankowej zagrożonej utratą płynności. Tradycyjnie – w krajowych systemach finansowych – rolę pożyczkodawcy ostatniej instancji przypisuje się bankom centralnym, które przeciwdziałają kryzysom płynności w sektorze bankowym poprzez udzielenie wsparcia potrzebującym bankom.

Jednakże globalne kryzysy finansowe ujawniają potrzebę istnienia również w międzynarodowym systemie finansowym instytucji, która pełniłaby rolę tzw. pożyczkodawcy ostatniej instancji. Istnienie takiej instytucji znajduje mocne uzasadnienie w wielkości oraz zmienności międzynarodowych przepływów kapitałowych, rosnącej współzależności finansowej i gospodarczej między państwami, a także wynikającej z tego możliwości szybkiego rozprzestrzeniania się kryzysów. Rolą pożyczkodawcy ostatniej instancji, w wymiarze ponadnarodowym, jest zapewnienie pomocy finansowej państwom, które ze względu na utratę wiarygodności straciły dostęp do rynków finansowych, i w konsekwencji umożliwienie im odzyskania stabilności finansowej. Biorąc pod uwagę obecny kształt międzynarodowej architektury finansowej, jest tylko jedna instytucja finansowa o charakterze globalnym, która może pełnić funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji – jest nią Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW). Instytucja ta dysponuje znaczącymi zasobami finansowymi, potencjałem eksperckim oraz zdolnościami do koordynacji działań na poziomie międzynarodowym, pomagając utrzymać stabilność światowej gospodarki.

Na przestrzeni kilku ostatnich lat MFW dokonał wielu reform mających na celu zwiększenie sprawności jego działania oraz sprostanie nowym wyzwaniom. Przede wszystkim Fundusz istotnie zwiększył swoje zasoby finansowe w wyniku podwyższenia

udziałów państw członkowskich, które stanowią podstawowe źródło finansowania jego działalności, oraz poprzez zaciągnięcie pożyczek od państw członkowskich (tzw. finansowania dodatkowego) w formie nowych porozumień pożyczkowych (New Arrangements to Borrow – NAB), a także pożyczek dwustronnych. Ułatwił i uelastyczył dostęp do instrumentów finansowych państwom borykającym się z trudnościami bilansu płatniczego. Ponadto zmienił zasady w ramach polityki pożyczkowej, umożliwiając udzielanie wsparcia finansowego państwom posiadającym zadłużenie wobec pożyczkodawcy oficjalnego.

W artykule postawiłem sobie za cel znalezienie odpowiedzi na pytanie, czy Międzynarodowy Fundusz Walutowy dysponuje wystarczającymi zasobami finansowymi, aby przeciwdziałać zjawiskom kryzysowym w gospodarce światowej jako pożyczkodawca ostatniej instancji. W tym celu omówione zostały źródła zasobów finansowych Funduszu oraz podstawowe instrumenty finansowe, za pomocą których MFW zapewnia płynność państwom zmagającym się z trudnościami bilansu płatniczego. Ponadto przedstawiono zmodyfikowane w ostatnim czasie ramy polityki pożyczkowej w zakresie udzielania wsparcia finansowego państwom zadłużonym wobec pożyczkodawcy oficjalnego.

1. Źródła zasobów finansowych MFW

Podstawowym źródłem finansowania działalności MFW są udziały członkowskie, obowiązkowo opłacane przez państwa–członków. Dokonanie przez państwo opłaty za przyznane udziały następuje w walucie krajowej (w 75%) i w walucie wymiennej lub w Specjalnych Prawach Ciągnięcia¹ (w 25%). Wielkość udziału danego państwa jest wyznaczona zasadniczo na podstawie jego względnej pozycji w gospodarce światowej. Udziały członkowskie spełniają trzy zasadnicze funkcje, tj. pozwalają określić:

- maksymalną wysokość środków, które dany kraj może pożyczyć Funduszowi;
- maksymalną wysokość środków finansowych Funduszu dostępnych dla danego kraju;
- siłę głosu w procesie podejmowania decyzji przez Fundusz.

Przegląd wysokości udziałów członkowskich, tzw. ogólny przegląd udziałów (*general quota review*), przeprowadzany jest przez Radę Gubernatorów MFW regularnie,

¹ Specjalne Prawa Ciągnięcia (Special Drawing Rights – SDR) to międzynarodowa jednostka rozliczeniowa o charakterze bezgotówkowym utworzona przez MFW. SDR stanowią zagraniczne aktywa rezerwowe i przydzielane są przez MFW jego członkom dla uzupełnienia posiadanych przez nich oficjalnych aktywów rezerwowych.

nie rzadziej niż co 5 lat². Zmiana wysokości udziałów musi być zaaprobowana przez państwa reprezentujące 85% wszystkich głosów, a wielkość udziału danego państwa nie może zostać zmieniona bez jego zgody. Podczas ogólnego przeglądu podejmowane są decyzje dotyczące podwyższenia całkowitej wielkości udziałów w MFW oraz ich podziału pomiędzy kraje członkowskie. Głównym celem reformy udziałów członkowskich jest podwyższenie kapitału MFW oraz dostosowanie wysokości zasobów finansowych Funduszu do potrzeb pożyczkowych państw członkowskich, jak również siły głosów państw w MFW do ich rzeczywistej pozycji w gospodarce światowej. Od powstania MFW odbyło się czternaście przeglądów ogólnych, z których dziewięć zakończyło się podwyższeniem udziałów Funduszu. Decyzja w sprawie ostatniego, czternastego przeglądu ogólnego udziałów została podjęta w grudniu 2010 r. i stanowiła część pakietu reform, w którego skład wchodziła również reforma składu Rady Wykonawczej MFW. Wejście w życie podwyższenia udziałów nastąpiło jednak dopiero 26 stycznia 2016 r. Od tego terminu państwa członkowskie, które wyraziły zgodę na podwyższenie udziałów, miały 30 dni na ich opłacenie. Kilkuletnie opóźnienie z wejściem w życie podwyższenia udziałów wynikało z braku zgody Kongresu USA, który dopiero w grudniu 2015 r. przyjął pozytywną decyzję w tej sprawie. W rezultacie czternastego ogólnego przeglądu udziały Funduszu zostały zwiększone o 100% z poziomu 238,5 mld SDR do 477 mld SDR (około 655 mld USD)³, co istotnie wzmocniło podstawowe zasoby finansowe Funduszu.

Jeżeli jednak MFW uzna, że środki z udziałów członkowskich nie wystarczą na pokrycie potrzeb pożyczkowych państw członkowskich, to może uzupełnić swoje zasoby, pożyczając środki finansowe od sektora państwowego (rządy państw członkowskich i inne instytucje publiczne) lub teoretycznie na międzynarodowym rynku walutowym. Pożyczki od sektora państwowego mogą przybierać formę porozumień wielostronnych, tzw. ogólnych porozumień pożyczkowych (General Arrangements to Borrow – GAB) i nowych porozumień pożyczkowych (New Arrangements to Borrow – NAB) lub umów dwustronnych. Dodatkowa forma finansowania zasobów Funduszu ma charakter czasowy i stanowi wzmocnienie podstawowych zasobów finansowych pochodzących z udziałów członkowskich.

Ogólne porozumienia pożyczkowe zostały zawarte w 1962 r. i obecnie obejmują jedenaście wysoko rozwiniętych państw, które wyraziły zgodę na wsparcie finansowe Funduszu w przypadku wystąpienia napięć w międzynarodowym systemie monetarnym. Dodatkowo, od 1978 r., zawierane są cykliczne porozumienia z Arabią Saudyjską

² Umowa o MFW, art. III, ust. 2(a).

³ Wszystkie przeliczenia kursowe w materiale są według kursu walutowego MFW z 31 października 2016 r.

(o wartości 1,5 mld SDR), które zwiększają środki dostępne w ramach GAB. Porozumienia GAB były jedenastokrotnie odnawiane (ostatnio na pięć lat, licząc od grudnia 2013 r.). Wartość umów w ramach GAB opiewa na łączną kwotę 17 mld SDR. Decyzja o uruchomieniu środków GAB podejmowana jest jednogłośnie przez uczestników porozumienia. Do tej pory środki finansowe udostępnione Funduszowi w ramach GAB uruchamiane były dziesięciokrotnie⁴.

Do innych instrumentów stanowiących uzupełnienie środków pochodzących z udziałów członkowskich należą utworzone w 1997 r. (a następnie rozszerzone w 2010 r.) nowe porozumienia pożyczkowe. Obecnie w NAB uczestniczy 38 podmiotów (państwa członkowskie MFW lub instytucje z tych państw), a łączna kwota środków dostępnych dla Funduszu w ramach NAB wynosi około 370 mld SDR (około 508 mld USD). Porozumienia NAB zawierane są na okres pięciu lat. Dotychczas były odnawiane trzykrotnie, ostatnio w listopadzie 2011 r. (na pięć lat, licząc od listopada 2012 r.). Aktywacja środków NAB wymaga zgody większości uczestników reprezentujących 85% całkowitych zobowiązań w ramach NAB uprawnionych do głosowania, a następnie przyjęcia przez Radę Wykonawczą MFW.

Warto 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.

Jednocześnie w wyniku wejścia w życie czternastego ogólnego przeglądu udziałów oraz po zakończeniu procesu ich opłacania przez państwa członkowskie, zgodnie z decyzją⁵ Rady Wykonawczej MFW, całkowita wielkość zasobów w ramach NAB zostanie zmniejszona z obecnych 370 mld SDR do 182,37 mld SDR i stanowić będzie 38% wartości udziałów członkowskich. Działanie to ma na celu utrzymanie właściwej relacji między wielkością udziałów (jako podstawowego źródła finansowania działalności MFW) a wielkością NAB.

Kolejnym instrumentem uzupełniającym finansowania MFW są pożyczki dwustronne. W celu wsparcia MFW w wypełnianiu jego roli – pożyczkodawcy ostatniej instancji – 35 państw członkowskich zaangażowało się od 2012 r. w dodatkowe wzmocnienie zasobów finansowych Funduszu poprzez udzielenie pożyczek na jego rzecz o łącznej wartości około 280 mld SDR (około 385 mld USD)⁶. Umowy pożyczek dwustronnych zostały zawarte przez MFW i państwa członkowskie na okres dwóch lat z możliwością ich przedłużenia o maksymalnie dwa jednoroczne okresy.

⁴ MFW, *IMF Standing Borrowing Arrangements*, Washington, D.C. 2015.

⁵ Rezolucja nr 66-2 Rady Wykonawczej MFW.

⁶ MFW, Informacja prasowa nr 15/461, 5 października 2015.

MFW skorzystał już dwukrotnie z możliwości wydłużenia obowiązywania pożyczek (we wrześniu 2014 r. i w lipcu 2015 r.). Ze względu na fakt, iż umowy były zawierane w różnych terminach, proces ich wygasania także będzie rozłożony w czasie; pierwsze umowy zaczną wygasać w październiku 2016 r.

Środki zgromadzone na podstawie pożyczek dwustronnych stanowią dla MFW ostatnie źródło finansowania programów pomocowych dla państw członkowskich (*final backstop*), które może zostać wykorzystane wyłącznie w sytuacji wyczerpania innych dostępnych zasobów Funduszu, tj. środków pochodzących z udziałów członkowskich oraz środków udostępnionych w ramach NAB. Biorąc pod uwagę fakt, iż w czwartym kwartale 2016 r. rozpocznie się proces wygasania umów pożyczkowych, należy oczekiwać, że w najbliższym czasie na forum MFW wszczęta zostanie dyskusja na temat zasadności utrzymania umów pożyczkowych, jako dodatkowej formy finansowania zasobów Funduszu. Wejście w życie podwyższenia udziałów w ramach czternastego ogólnego przeglądu w styczniu 2016 r. dla wielu państw może stanowić argument za wycofaniem swojego poparcia dla dodatkowego finansowania Funduszu. Jednakże niepewne perspektywy dla gospodarki światowej, wynikające głównie ze spowolnienia gospodarki chińskiej oraz utrzymującego się ryzyka stagnacji w strefie euro, mogą przemawiać za utrzymaniem dodatkowego wsparcia finansowego zasobów Funduszu.

Obecnie wartość zasobów finansowych w dyspozycji MFW, uwzględniając wejście w życie ostatniego podwyższenia udziałów w ramach czternastego ogólnego przeglądu, zmniejszenie NAB oraz wartość udostępnionych pożyczek dwustronnych, wynosi około 939 mld SDR, tj. około 1,3 bln USD.

Analizując wielkość zasobów finansowych MFW, trudno jest jednoznacznie stwierdzić, czy są one adekwatne do przeciwdziałania ewentualnym kryzysom gospodarczym. Patrząc z perspektywy historycznej, udziały członkowskie jako podstawowe zasoby MFW znacząco się zmniejszyły na przestrzeni lat w relacji do wielkości gospodarki światowej i przepływów kapitałowych. Biorąc jednak pod uwagę możliwość pozyskania przez Fundusz dodatkowego finansowania w formie NAB oraz pożyczek dwustronnych, wydaje się, że Fundusz dysponuje odpowiednimi środkami do przeciwdziałania kryzysom gospodarczym. Ponadto należy podkreślić, że Fundusz może uzupełnić swoje zasoby, pożyczając również środki finansowe na międzynarodowym rynku walutowym⁷, np. poprzez emisję papierów wartościowych, choć do tej pory z tej możliwości nie skorzystał. Dodatkowo warto odnotować katalityczny efekt pożyczek MFW. Polega on na tym, że państwo członkowskie, które otrzymuje pomoc finansową od Funduszu, jednocześnie zobowiązuje się do realizacji uzgodnionych

⁷ Umowa o MFW, art. VII, ust. 1(i).

reform gospodarczych. Wskutek tego jest korzystniej postrzegane przez innych oficjalnych i prywatnych pożyczkodawców, którzy chętniej angażują się we wsparcie finansowe danego państwa. Innymi słowy, MFW poprzez swoje zaangażowanie finansowe i monitorowanie postępów realizacji programu gospodarczego państwa członkowskiego zwiększa do niego zaufanie innych pożyczkodawców, działając jako katalizator dodatkowych źródeł finansowania.

Warto w tym miejscu odwołać się do słów Ch. Lagarde, dyrektor zarządzającej MFW, która podczas Światowego Forum Ekonomicznego w Davos w 2012 r. powiedziała, że Fundusz powinien dysponować wystarczającą ilością zasobów finansowych, tak aby nie musieć z nich skorzystać⁸. Innymi słowy, Fundusz zwiększając wielkość swoich zasobów finansowych, poprawiając umiejętności ich pozyskiwania oraz zdolności reagowania w sytuacjach kryzysowych, powinien budzić zaufanie wśród uczestników rynku finansowego, tym samym ograniczając ryzyko wybuchu paniki na rynkach finansowych.

2. Podstawowe instrumenty pożyczkowe MFW

Jedną z podstawowych funkcji MFW jest funkcja kredytowa, polegająca na dostarczaniu krajom członkowskim środków finansowych w przypadku problemów związanych z bilansem płatniczym⁹. 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 za walutę krajową i jednocześnie zobowiązuje się do odkupienia waluty krajowej od Funduszu w określonym terminie.

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

Do podstawowych instrumentów finansowych MFW służących wspieraniu programów dostosowawczych państw członkowskich należą:

- porozumienie pożyczkowe *stand-by* (Stand-By Arrangement),
- instrument finansowy rozszerzonego wsparcia (Extended Fund Facility – EFF).

⁸ Reuters, *IMF leads global push for euro zone to boost firewall*, January 28, 2012.

⁹ Zgodnie z art. I, pkt (v) Umowy o MFW.

Tabela 1. Charakterystyka podstawowych instrumentów finansowych MFW służących wspieraniu programów dostosowawczych państw członkowskich

Instrument pożyczkowy	Cel	Okres dostępu do środków	Okres spłaty	Górne limity	Częstotliwość przeglądów
Porozumienie <i>stand-by</i> (SBA)	zrównoważenie bilansu płatniczego o charakterze krótkoterminowym	od 12 do 18 miesięcy, maks. do 3 lat	3¼ – 5 lat	rocznie: 145% udziału członkowskiego; kumulatywnie: 435% udziału członkowskiego (brak limitu dla pożyczek przyznawanych na szczególnych zasadach)	kwartalne
Instrument rozszerzonego wsparcia (EFF)	zrównoważenie bilansu płatniczego o charakterze strukturalnym (długoterminowym)	do 3 lub maks. 4 lat	4½ – 10 lat		kwartalne lub półroczne

Źródło: Opracowanie własne na podstawie materiałów MFW.

Uzyskanie przez państwo członkowskie wsparcia finansowego poprzedza proces negocjacji z MFW tzw. programu dostosowawczego. Jest on 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. Na etapie negocjacji istotne znaczenie ma stopień zaangażowania władz danego państwa w proces tworzenia programu dostosowawczego oraz poczucie odpowiedzialności za jego późniejszą skuteczną realizację (*ownership*). Negocjacje pomiędzy państwem członkowskim a MFW dotyczą m.in. formy wsparcia finansowego (wybór instrumentu wsparcia), kwoty pożyczki oraz wielkości wypłat. Wnioski o udzielenie pożyczki rozpatrywane są, co do zasady, w terminie około trzech tygodni. Jednak Fundusz dysponuje specjalną procedurą umożliwiającą szybszy dostęp do finansowania (Emergency Financing Mechanism), zgodnie z którą, po uzgodnieniu programu pomocowego z państwem członkowskim, Rada Wykonawcza MFW – w przyspieszonym trybie (w ciągu maksymalnie trzech dni) – rozpatruje wniosek o przyznanie pożyczki. Procedura ta została zastosowana po raz pierwszy podczas kryzysu azjatyckiego w 1997 r. Była również intensywnie stosowana w czasie ostatniego kryzysu finansowo-gospodarczego, skorzystały z niej m.in.: Armenia, Gruzja, Węgry, Islandia, Łotwa, Pakistan, Ukraina, Grecja oraz Irlandia.

Dostęp do środków finansowych MFW uzależniony jest od konieczności spełnienia przez państwo członkowskie określonych warunków (*conditionality*) w zamian za możliwość uzyskania finansowania ze strony MFW. Warunki te wpisane są w ramy programu dostosowawczego i podlegają monitorowaniu przez MFW w trakcie okresowych przeglądów realizacji programu (*reviews*). Przeglądy te odbywają się z reguły co kwartał.

Podstawową zasadą stosowaną przez Fundusz przy przekazywaniu środków finansowych państwom członkowskim jest tzw. zasada transz kredytowych. Pierwsza

transza w wysokości do 25% udziału członkowskiego (*first credit tranche*) jest uruchamiana na podstawie pozytywnej decyzji Rady Dyrektorów Wykonawczych MFW w sprawie wniosku danego państwa. Natomiast wypłata każdej kolejnej transzy (*upper tranche*) uzależniona jest od oceny przez Fundusz postępu realizacji programu dostosowawczego przez pożyczkobiorcę i jest wypłacana (zazwyczaj w cyklu kwartalnym) po pozytywnej decyzji Rady Dyrektorów Wykonawczych MFW. Ten rodzaj uwarunkowania *ex post* umożliwiający dostęp do środków finansowych MFW stosowany jest w większości instrumentów pożyczkowych Funduszu.

Wymieniona procedura udostępniania przez MFW środków finansowych stanowić ma gwarancję, że wsparciu finansowemu Funduszu będą towarzyszyć niezbędne działania pożyczkobiorcy służące rozwiązaniu 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, zwiększenia pozycji rezerwowej lub zmiany jej struktury¹⁰. Ponadto środki finansowe MFW mogą być również wykorzystywane na wsparcie budżetu państwa, o ile będą wspierać politykę makroekonomiczną służącą do rozwiązania problemów bilansu płatniczego¹¹.

W odpowiedzi na ostatni kryzys finansowy oraz mając na uwadze potrzebę dostosowania instrumentów finansowych do zindywidualizowanych potrzeb państw członkowskich, Fundusz utworzył dwa instrumenty o charakterze ostrożnościowym, które stanowią formę ubezpieczenia przed ewentualną materializacją ryzyka zewnętrznego dla gospodarki. Do instrumentów tych należą: elastyczna linia kredytowa (Flexibility Credit Line – FCL) oraz ostrożnościowa linia płynnościowa (Precautionary Liquidity Line – PLL).

Elastyczna linia kredytowa utworzona została w marcu 2009 r. jako instrument ostrożnościowy mający zapobiegać wybuchowi i rozprzestrzenianiu się kryzysu finansowego i gospodarczego w państwach o bardzo mocnych podstawach gospodarczych i finansowych. Ze środków dostępnych w ramach FCL korzystać mogą kraje spełniające wcześniej ustalone rygorystyczne kryteria kwalifikacyjne (*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.

¹⁰ Ibidem, art. V, ust. 3.

¹¹ MFW, *Staff Guidance Note on the Use of Fund Resources for Budget Support*, Washington, D.C. 2010.

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

Ostrożnościowa linia płynnościowa¹² została utworzona w 2011 r. jako instrument finansowy przeznaczony dla państw, które nie spełniały rygorystycznych kryteriów pozyskania dostępu do środków w ramach FCL. Państwa ubiegające się o dostęp do PLL oceniane były łagodniej niż w przypadku dostępu do FCL. W przeciwieństwie do zasad obowiązujących w FCL, państwa zamierzające skorzystać ze środków w ramach PLL muszą przyjąć warunki Funduszu w obszarze oceny realizacji polityki budżetowej i finansowej.

Tabela 2. Charakterystyka instrumentów ostrożnościowych MFW

Instrument pożyczkowy	Cel	Okres dostępu do środków	Okres spłaty	Górne limity	Częstotliwość przeglądów
Elastyczna linia kredytowa (FCL)	zapobieganie wybuchowi i rozprzestrzenianiu się kryzysu finansowo-gospodarczego w państwach o bardzo mocnych podstawach gospodarczych i finansowych spełniających ustalone kryteria kwalifikacyjne	od 12 do 24 miesięcy	3¼ – 5 lat	brak z góry określonego limitu – wysokość przyznanych środków ustalana indywidualnie dla każdego z beneficjentów	okresowy przegląd po pierwszym roku obowiązywania
Ostrożnościowa linia płynnościowa (PLL)	zaspokojenie potencjalnych lub bieżących potrzeb związanych z bilansem płatniczym krajów o solidnych podstawach gospodarczych, ale niekwalifikujących się do uzyskania dostępu do FCL	od 12 do 24 miesięcy	3¼ – 5 lat	500% udziału członkowskiego, z możliwością zwiększenia do 1000% po 12 miesiącach od przyznania PLL	półroczne
	przeciwdziałanie krótkoterminowym napięciom w bilansie płatniczym (<i>liquidity window</i>)	6 miesięcy		250% udziału członkowskiego, z możliwością zwiększenia do 500% w sytuacjach wyjątkowych	nie podlega przeglądom

Źródło: Opracowanie własne na podstawie materiałów MFW.

Wprowadzone przez MFW nowe instrumenty ostrożnościowe (tj. FCL, PCL/PLL) znacząco rozszerzyły instrumentarium pożyczkowe Funduszu, jednocześnie stanowiąc zabezpieczenie przed ewentualnymi negatywnymi szokami zewnętrznymi dla tych państw, które dysponują silnymi fundamentami gospodarczymi.

¹² PLL zastąpiła utworzoną w 2010 r. ostrożnościową linię kredytową (Precautionary Credit Line – PCL).

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. Decyzją Rady Wykonawczej MFW z marca 2009 r. górne limity pożyczek zostały podwojone w stosunku do okresu sprzed kryzysu, tj. z poziomu 100% wartości udziału członkowskiego rocznie do poziomu 200% oraz z poziomu 300% do maksymalnie 600% łącznie. Podwojenie limitu pożyczek uzasadniano rosnącą niepewnością na rynkach 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 kapitałowych¹³.

W wyjątkowych sytuacjach oraz na określonych warunkach (jednym z nich jest wysokie prawdopodobieństwo zrównoważenia długu publicznego w średnim okresie) Fundusz – od 2002 r. – może przyznać dostęp do środków finansowych przekraczający ww. limity. Jest to tzw. dostęp na zasadach szczególnych (*exceptional access*). Fundusz wielokrotnie korzystał z tej możliwości podczas ostatniego kryzysu finansowego, gdy istniało ryzyko rozprzestrzenienia się kryzysu. W 2010 r. MFW zmodyfikował ww. zasadę w taki sposób, że stosowanie jej było możliwe w stosunku do państw uznanych za systemowo istotne z punktu widzenia stabilności międzynarodowego systemu finansowego (*systemie exemption*) bez konieczności przeprowadzenia wcześniejszej restrukturyzacji zadłużenia, nawet w przypadku, gdy spłacalność ich długu budziła znaczne wątpliwości (*casus Grecji*). Rozwiązanie to miało jednak szereg wad, m.in. opóźniało proces równoważenia zadłużenia oraz przyczyniało się do powstawania zjawiska pokusy nadużycia (*moral hazard*), tzn. skłonności pożyczkodawców do podejmowania ryzykownych działań w przekonaniu, że i tak ostatecznie zostanie im udzielone wsparcie finansowe ze strony Funduszu. Biorąc powyższe pod uwagę, Rada Wykonawcza MFW w styczniu 2016 r. podjęła decyzję o uchyleniu klauzuli *systemie exemption*. Jednocześnie jako alternatywę wprowadzono rozwiązanie polegające na tym, że jeśli pożyczkodawcy oficjalni stwierdzą, że w sytuacjach wyjątkowych przeprowadzenie jakiegokolwiek formy restrukturyzacji przez państwo zmagające się z trudnościami finansowymi jest ryzykowne ze względu na możliwy efekt zakażania, dostęp do środków Funduszu na zasadach szczególnych będzie możliwy jedynie przy równoczesnym zaangażowaniu środków finansowych pochodzących od innych pożyczkodawców oficjalnych. Chociaż zaproponowane nowe

¹³ Obecnie na mocy decyzji Rady Wykonawczej MFW z lutego 2016 r. limity pożyczek wynoszą 145% rocznie i 435% łącznie. Jest to związane z wejściem w życie podwyższenia udziałów członkowskich MFW w styczniu 2016 r.

rozwiązanie nie rozwiewa obaw dotyczących kwestii pokusy nadużycia, to zdaniem państw udziałowców Funduszu pozwoli na skuteczniejsze rozwiązanie zadłużeniowych problemów danego państwa, ograniczy rozprzestrzenianie się kryzysu oraz zapewni lepsze zabezpieczenie dla środków finansowych MFW poprzez udział innych pożyczkodawców oficjalnych.

3. Zasady udzielania pożyczek państwom posiadającym zaległe zobowiązania wobec pożyczkodawców

Międzynarodowy Fundusz Walutowy jako pożyczkodawca ostatniej instancji może również przyczynić się do ograniczenia kosztów gospodarczych państwa–dłużnika, które dotknięte zostało kryzysem zadłużeniowym i nie jest w stanie regulować swoich zobowiązań w terminie na rzecz wierzycieli prywatnych i oficjalnych.

W tym celu MFW stosuje tzw. politykę Lending into Arrears (LIA), która umożliwia Funduszowi dostarczanie wsparcia finansowego państwu członkowskiemu w sytuacji problemów z bilansem płatniczym, pomimo istnienia zaległych zobowiązań tego państwa wobec zewnętrznych prywatnych wierzycieli.

Zgodnie z tą polityką Fundusz może udzielić wsparcia finansowego w następujących sytuacjach, w których:

- wsparcie finansowe MFW jest istotne dla skutecznego wdrożenia programu dostosowawczego realizowanego przez dane państwo członkowskie;
- państwo członkowskie realizuje odpowiedni program gospodarczy;
- państwo członkowskie podejmuje starania (w dobrej wierze) w celu osiągnięcia porozumienia z wierzycielami; kryterium działania w dobrej wierze polega na dzieleniu się, na bieżąco, ze wszystkimi wierzycielami istotnymi informacjami nieposiadającymi poufnego charakteru oraz umożliwienie wierzycielom włączyć się w proces projektowania strategii restrukturyzacyjnych.

Polityka ta została wprowadzona w 1989 r. jako wyjątek od tzw. ogólnej zasady, zgodnie z którą MFW nie toleruje zaległości w spłacie zobowiązań. Celem LIA jest zapobieganie ewentualnemu blokowaniu przez prywatnych wierzycieli składania wniosków przez państwa członkowskie o wsparcie finansowe MFW oraz możliwość wykorzystywania przez wierzycieli ww. zasady braku tolerancji dla zaległości, jako swego rodzaju karty przetargowej w negocjacjach z państwami–dłużnikami.

Celem polityki MFW w odniesieniu do państw członkowskich, które mają trudności z terminową obsługą swojego zadłużenia wobec tzw. oficjalnych dwustronnych i wielostronnych kredytodawców (Non-Toleration of Arrears Policy – NTP),

jest zapobieganie zakłóceniom w międzynarodowym systemie handlowym i płatniczym. Do niedawna polityka Funduszu w tym zakresie opierała się na założeniu, że wsparcie finansowe udzielane przez Fundusz nie mogło zostać przyznane lub przegląd okresowy z realizacji programu dostosowawczego nie mógł zostać uznany za zakończony, jeśli dane państwo miało zaległe zobowiązania finansowe wobec jakiegokolwiek oficjalnego kredytodawcy. W przypadku, gdy dane państwo miało takie zobowiązanie, wsparcie z Funduszu mogło zostać przyznane jedynie wówczas, gdy dany kredytodawca uprzednio wyraził na nie zgodę. Jednakże 8 grudnia 2015 r. Rada Wykonawcza MFW dokonała zmiany dotychczasowych zasad polityki MFW dotyczących nietolerowania zadłużenia państw członkowskich wobec oficjalnych kredytodawców. Zmiana ta umożliwia Funduszowi – przy spełnieniu określonych warunków – udzielanie wsparcia finansowego państwu, które wykazuje zadłużenie wobec oficjalnego dwustronnego kredytodawcy, pomimo braku zgody ze strony kredytodawcy na takie wsparcie. Aktualna polityka MFW w tym zakresie obejmuje dwa etapy działań:

- 1) W pierwszym etapie MFW – uznając kluczową rolę Klubu Paryskiego w kształtowaniu procesów restrukturyzacji zadłużenia – zachęca wszystkich kredytodawców (uwzględniając kredytodawców spoza Klubu Paryskiego) do osiągnięcia porozumienia w ramach zasad stosowanych przez to forum. Jeśli porozumienie zostanie zawarte, a grupa kredytodawców je zawierająca reprezentuje znaczącą część ogólnej wielkości zadłużenia, MFW – przywołując zasadę porównywalnego traktowania – uzna kwestię zadłużenia wobec państw niezrzeszonych w Klubie Paryskim za rozwiązaną i udzieli wsparcia finansowego zadłużonemu państwu.
- 2) W drugim etapie, w przypadku braku porozumienia w ramach Klubu Paryskiego lub gdy porozumienie nie jest zawarte przez reprezentatywną grupę kredytodawców, MFW rozważy udzielenie wsparcia finansowego zadłużonemu państwu, jeśli spełnione zostaną wszystkie następujące warunki:
 - a) wsparcie finansowe ze strony MFW uznaje się za konieczne, a państwo ubiegające się o nie wdraża właściwą politykę;
 - b) w ocenie MFW zadłużone państwo podejmuje wysiłki w dobrej wierze¹⁴, angażując się w dialog z kredytodawcą, a brak restrukturyzacji zadłużenia wynika

¹⁴ Działanie w dobrej wierze oznacza: zaangażowanie się przez dłużnika w proces współpracy z kredytodawcą mający na celu osiągnięcie porozumienia w sprawie zadłużenia; zapewnienie kredytodawcy dostępu do istotnych informacji w odpowiednim czasie, przy jednoczesnym poszanowaniu zasady MFW o poufności informacji. Oczekuje się również, że warunki oferowane oficjalnym kredytodawcom, w szczególności odnoszące się do finansowania i zdolności obsługi zadłużenia, będą zgodne z parametrami programu dostosowawczego wspieranego przez MFW.

- z niechęci kredytodawcy do zawarcia porozumienia zgodnego z założeniami programu dostosowawczego wspieranego przez Fundusz;
- c) w ocenie MFW decyzja o wsparciu finansowym państwa zadłużonego wobec oficjalnego dwustronnego kredytodawcy nie będzie miała negatywnego wpływu na zdolność Funduszu do mobilizowania oficjalnego finansowania w przyszłości; w tej ocenie MFW weźmie pod uwagę m.in. wiarygodność kredytodawcy w udzielaniu wsparcia finansowego w poprzednich procesach restrukturyzacji zadłużenia w ramach programów dostosowawczych wspieranych przez Fundusz.

Przedstawiona dwuetapowa propozycja MFW ma na celu zachęcenie oficjalnych dwustronnych kredytodawców do aktywnego włączania się w zawieranie porozumień w zakresie restrukturyzacji zadłużenia, jednocześnie zabezpieczając ich interesy oraz ograniczając ryzyko, że MFW nie udzieli wsparcia finansowego państwu zmagającemu się z problemami finansowymi. Wspólne działania (*collectiva actions*) podejmowane przez kredytodawców mają ograniczyć liczbę sytuacji, w których część z nich nie przystępuje do porozumień w sprawie restrukturyzacji zadłużenia, dążąc do lepszego potraktowania ich wiarygodności kosztem kredytodawców, którzy do porozumienia przystąpili.

4. Pokusa nadużycia

Zagadnienie pokusy nadużycia w odniesieniu do wsparcia finansowego dostarczanego przez MFW państwom zmagającym się z trudnościami bilansu płatniczego jest od wielu lat przedmiotem ożywionej dyskusji wśród ekonomistów. W literaturze przedmiotu¹⁵ spotkać można opinie popierające hipotezę, że pożyczki finansowe Funduszu przyczyniają się do podejmowania większego ryzyka przez inwestorów, którzy kierują się przekonaniem, że MFW przyjdzie im z pomocą w krytycznej sytuacji. W celu ograniczenia tej pokusy nadużycia Frederic S. Mishkin¹⁶ wskazał na kilka zasad, które powinny przyświecać działaniom Funduszu. Najważniejszą z nich jest przywracanie zaufania do systemu finansowego. Jak podkreśla F. Mishkin, bez zaufania nie jest możliwe właściwe funkcjonowanie systemu finansowego, co jest z kolei

¹⁵ A. Dreher, *Does the IMF cause moral hazard? A critical review of the evidence*, „IMF Working Papers” 2004.

¹⁶ F. Mishkin, *The International Lender of Last Resort: What are the issues?*, red. H. Siebert, *The World's New Financial Landscape: Challenges for Economic Policy*, Springer, Berlin 2001, s. 291–312.

kluczowe dla skutecznego wyjścia gospodarek z kryzysu finansowego i przeciwdziałania jego ewentualnym następstwom.

Drugą zasadą jest zapewnienie pomocy finansowej tak szybko, jak jest to możliwe. Im szybciej pomoc zostanie zapewniona, tym większe jest prawdopodobieństwo, że mniejsze kwoty zostaną przeznaczone na pomoc państwu w potrzebie. Jeśli okres negocjacji pakietu pomocowego ulega nadmiernemu przedłużeniu, to istnieje niebezpieczeństwo, że kryzys może się nasilić do czasu przyznania pomocy, co będzie skutkowało znacznie większymi potrzebami finansowymi. Dlatego też instrumentarium pożyczkowe międzynarodowego pożyczkodawcy ostatecznej instancji powinno być zaprojektowane w taki sposób, aby umożliwić zapewnienie koniecznej pomocy bez zbędnej zwłoki. Dodatkowo, pokusa nadużycia byłaby mniejsza, gdyby pomoc finansowa była dostarczana sporadycznie i na stosunkowo krótki okres.

Kolejną, bardzo istotną kwestią, którą powinien kierować się Fundusz, jest terminowe wdrażanie przez państwo korzystające z pomocy Funduszu uzgodnionych z MFW reform gospodarczych mających na celu przywrócenie stabilności finansowej i powrót państwa na ścieżkę wzrostu gospodarczego. Odpowiedzialność państwa członkowskiego za realizację reform jest kluczowa dla ich skuteczności i powodzenia.

Innym czynnikiem, który zdaniem Mishkina może przyczynić się do ograniczenia ryzyka pokusy nadużycia, jest stworzenie odpowiedniego systemu nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami finansowymi. Tworzenie odpowiednich regulacji w tym zakresie leży w interesie międzynarodowego pożyczkodawcy ostatecznej instancji, którego środki finansowe mogą zostać wykorzystane przez państwa członkowskie w celu ratowania ich sektora finansowego. Działania podejmowane przez pożyczkodawcę ostatecznej instancji mające na celu wzmocnienie ostrożnościowych ram regulacyjnych obowiązujących w państwach członkowskich mogą przełożyć się w konsekwencji na unikanie nadmiernego ryzyka w decyzjach podejmowanych przez instytucje finansowe.

Przedstawione zasady stanowią pewien katalog dobrych praktyk, które powinny służyć minimalizowaniu podejmowania ryzykownych działań przez instytucje finansowe i w rezultacie ograniczać pokusę nadużycia. W ostatnich latach działalność MFW pozostawała jednak w sprzeczności z niektórymi wymienionymi zasadami, choćby sporadycznego finansowania na krótki okres. W latach 2012–2015 Fundusz dość często angażował się w pomoc finansową państwom członkowskim, zawarł 36 porozumień pożyczkowych, z czego część ze stosunkowo długim, bo dziesięcioletnim terminem zapadalności rat. Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że nawet jeśli MFW nie jest w stanie przestrzegać wszystkich wymienionych zasad w sposób równie efektywny, to i tak obecnie wydaje się być jedyną międzynarodową

instytucją finansową, zdolną wykonywać funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji w wymiarze globalnym.

Podsumowanie

Dyskusja na temat zasadności istnienia pożyczkodawcy ostatniej instancji w międzynarodowym systemie finansowym toczy się już od długiego czasu. Ostatni kryzys finansowy w jaskrawy sposób unaoczniał potrzebę funkcjonowania takiej instytucji. Znacząca liczba państw, która straciła dostęp do międzynarodowych rynków finansowych, uzyskała wsparcie finansowe w ramach programów pomocowych MFW. Fundusz dysponuje odpowiednimi instrumentami pożyczkowymi, które – w wyniku modyfikacji w ostatnich latach – stały się bardziej dopasowane do potrzeb państw członkowskich zmagających się z problemami bilansu płatniczego. Istotnym elementem tego rodzaju pomocy finansowej jest spełnienie określonych warunków dotyczących realizacji uzgodnionego z Funduszem programu dostosowawczego. Zasady, na których podstawie MFW udziela wsparcia pożyczkowego (*conditionality*), wydają się w rezultacie ograniczać pokusę nadużycia. Dodatkowo Fundusz uczestniczy również w procesie tworzenia ram nadzoru makroostrożnościowego. Jego celem jest m.in. ograniczanie pomocy państwa dla instytucji finansowych, które są zbyt duże, aby ich upadłość mogła zostać sfinansowana w całości ze środków publicznych.

MFW dysponuje również zasobami finansowymi, które pozwalają mu pełnić rolę pożyczkodawcy ostatniej instancji. Oprócz podstawowych zasobów finansowych, na które składają się zwiększone ostatnio udziały członkowskie, Fundusz wzmacnia zasoby finansowe poprzez uzupełniające źródła finansowania w ramach wielostronnych porozumień pożyczkowych oraz pożyczek dwustronnych. Nie bez znaczenia jest też katalityczna rola Funduszu umożliwiająca łatwiejsze mobilizowanie przez państwo objęte programem MFW środków finansowych od prywatnych i oficjalnych pożyczkodawców. Ponadto dokonane przez MFW zmiany w polityce pożyczkowej w odniesieniu do państw zalegających ze zobowiązaniami wobec wierzycieli oficjalnych umożliwiają wspieranie finansowe państw, które – niekoniecznie ze swojej winy – nie mogą przeprowadzić procesu restrukturyzacji zadłużenia.

Wszystkie te kwestie pozwalają sądzić, że MFW ma istotny potencjał do odgrywania roli pożyczkodawcy ostatniej instancji na arenie międzynarodowej i przeciwdziałania kryzysom płynności w silnie zglobalizowanym systemie finansowym.

Bibliografia

- Bedford P., Irwin G., *Reforming the IMF's lending-into-arrears framework*, Bank of England, London 2009.
- Dreher A., *Does the IMF cause moral hazard? A critical review of the evidence*, „IMF Working Papers” 2004.
- Europejska Unia Bankowa*, red. M. Zaleska, Difin, Warszawa 2015.
- Fisher F., *On the Need for an International Lender of Last Resort*, „The Journal of Economic Perspectives” 1999, Vol. 13, No. 4.
- 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” 2013, z. 285.
- Koleśnik J., *Bezpieczeństwo systemu bankowego. Teoria i praktyka*, Difin, Warszawa 2012.
- Mishkin F., *The International Lender of Last Resort: What are the issues?*, red. H. Siebert, *The World's New Financial Landscape: Challenges for Economic Policy*, Springer, Berlin 2001, s. 291–312.
- IMF, *Articles of Agreement of the International Monetary Fund*, Washington, D.C. 2011.
- IMF, *The Fund's Lending Framework and Sovereign Debt – Further Considerations*, Washington, D.C. 2015.
- IMF, *IMF Policy on Lending into Arrears to Private Creditors*, Washington, D.C. 1999.
- IMF, *IMF Standing Borrowing Arrangements*, Washington, D.C. 2015.
- IMF, *Staff Guidance Note on the Use of Fund Resources for Budget Support*, Washington, D.C. 2010.
- Reuters, *IMF leads global push for euro zone to boost firewall*, January 28, 2012.
- Zaleska M., *Ból głowy na myśl o SIFIs*, „Gazeta Bankowa” 2014, nr 6.

The International Monetary Fund as a global lender of last resort

A global lender of last resort is an institution that plays a significant role in an international financial system. It was clearly brought into the limelight by the recent financial crisis. The existence of this institution is strongly justified by the volume and volatility of global capital flows, the increasing financial and economic interlinkages between the countries, as well as the consequent possibility of the spill over effects. The article argues that the International Monetary Fund appears to be the only international financial institution capable of acting as a global lender

of last resort and thus ensuring stability of the international financial system. The IMF has proven useful in providing liquidity support to countries struggling with financial difficulties in recent years. It is equipped with adequate financial resources, lending facilities tailored to address the specific circumstances of its members, highly qualified staff and the coordination capacities at the international level, which are indispensable to forestall the crisis in the global economy.

Keywords: IMF, lender of last resort, financial crisis

L'institution du prêteur en dernier ressort – sur l'exemple du Fonds monétaire international

Le prêteur transnational en dernier ressort est une institution qui joue un rôle important dans le système financier international ce que la récente crise financière a mis en lumière de façon évidente. L'existence de cette institution se trouve fortement justifiée par la taille et la volatilité des flux de capitaux mondiaux, l'accroissement de l'interdépendance financière et économique entre les pays, ainsi que la possibilité de la diffusion rapide des crises qui en découle. L'article soutient que le Fonds monétaire international semble être la seule institution financière internationale capable d'agir en prêteur mondial en dernier ressort, assurant ainsi la stabilité du système financier international. Le FMI s'est avéré utile pour fournir un soutien de liquidité aux pays en difficultés financières ces dernières années. Elle dispose de ressources financières suffisantes, de facilités de prêt adaptées aux besoins spécifiques de ses membres, de personnel hautement qualifié et de capacités de coordination au niveau international indispensables pour prévenir la crise de l'économie mondiale.

Mots-clés: FMI, prêteur en dernier ressort, crise financière

Международный валютный фонд как глобальный кредитор последней инстанции

Глобальный кредитор последней инстанции играет важную роль в международной финансовой системе, что было хорошо видно во время недавнего финансового кризиса. Его существование сильно оправдано объемом и волатильностью глобальных потоков капитала, увеличением финансовых

и экономических взаимосвязей между странами, а в результате также возможностью быстрого распространения кризисов. В статье утверждается, что Международный валютный фонд является единственным международным финансовым институтом, способным действовать в качестве глобального кредитора последней инстанции и тем самым обеспечить стабильность международной финансовой системы. МВФ доказал свою полезность, предоставляя финансовую поддержку странам, борющимся с финансовыми трудностями в последние годы. Он имеет адекватные финансовые ресурсы, кредитные инструменты, адаптированные к потребностям государств-членов, высококвалифицированный персонал и возможность координации действий на международном уровне, которые необходимы для противодействия кризису в мировой экономике.

Ключевые слова: МВФ, кредитор последней инстанции, финансовый кризис