

# MATERIAŁY I STUDIA

Zeszyt nr 278

---

## Rola polityki makroostrożnościowej w zapobieganiu kryzysom finansowym

---

Piotr J. Szpunar

Warszawa, 2012 r.

Projekt graficzny:  
Oliwka s.c.

Skład i druk:  
Drukarnia NBP

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

© Copyright Narodowy Bank Polski, 2012

ISSN 2084-6258

Materiały i Studia są rozprowadzane bezpłatnie

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



**Spis treści**

Streszczenie .....	2
1. Przyczyny obecnego kryzysu – brakujące ogniwa .....	3
2. Mandat polityki makroostrożnościowej – czy stabilność finansowa wystarcza ? .....	8
3. Polityka makroostrożnościowa a polityka pieniężna .....	14
4. Interakcje polityki makroostrożnościowej z wybranymi politykami gospodarczymi .....	22
5. Polityka makroostrożnościowa – wymiar instytucjonalny i rola banku centralnego .....	26
6. Instrumenty polityki makroostrożnościowej .....	36
7. Polityka makroostrożnościowa a jednolity rynek w Unii Europejskiej .....	45
Podsumowanie .....	52
Bibliografia .....	57

## *Streszczenie*

Straty poniesione przez instytucje finansowe i gospodarki wielu krajów w wyniku globalnego kryzysu finansowego są bezprecedensowo wysokie. Główną, bezpośrednią przyczyną kryzysu była materializacja ryzyka systemowego. Narastaniu nierównowag w gospodarce i systemie finansowym nie przeciwdziałano w należyty sposób. Ryzyko systemowe wymknęło się spod kontroli, ponieważ żadna instytucja nie miała mandatu do jego ograniczania. Zabrakło nadzoru makroostrożnościowego. Niniejszy artykuł definiuje pojęcie polityki makroostrożnościowej, analizuje jej związki z innymi politykami gospodarczymi, w szczególności z polityką monetarną, a także wskazuje na pożądany sposób instytucjonalnej organizacji nadzoru makroostrożnościowego, podkreślając istotną rolę, jaką powinny w nim odgrywać banki centralne. Ponadto w artykule dokonano przeglądu możliwych do zastosowania narzędzi makroostrożnościowych uwzględniając specyfikę jednolitego rynku w Unii Europejskiej.

**Słowa kluczowe:** polityka makroostrożnościowa, globalny kryzys finansowy, bank centralny, polityka pieniężna, stabilność systemu finansowego

## 1. Przyczyny obecnego kryzysu – brakujące ogniwa

Straty poniesione przez instytucje finansowe i gospodarki wielu krajów w wyniku globalnego kryzysu finansowego są bezprecedensowo wysokie. Olbrzymie wydatki niektórych państw na ratowanie systemów finansowych doprowadziły do skokowego wzrostu ich zadłużenia, a ciężar obsługi tego długu będzie stanowić istotną barierę rozwojową na długie lata. W świetle tych zjawisk szczególnie symptomatyczne jest, że nie ma nadal zgody co do jednoznacznej identyfikacji przyczyn kryzysu. Wymieniane są różne czynniki, od wadliwego systemu bodźców w zarządach wielkich instytucji finansowych do błędów w polityce fiskalnej i pieniężnej. Na ogół lista przyczyn budzi mniejsze kontrowersje niż wagi im przypisywane, co zresztą nie powinno dziwić, skoro są to czynniki najczęściej heterogeniczne, o zróżnicowanym charakterze. Niezależnie od tych kontrowersji większość badaczy i osób odpowiedzialnych za kształtowanie polityki gospodarczej jest raczej zgodna, że do wybuchu kryzysu finansowego i gospodarczego bezpośrednio przyczyniła się materializacja ryzyka systemowego, zakumulowanego w systemie finansowym. Ryzyko to stało się tak groźne, ponieważ miało właśnie charakter systemowy, a nie zostało w porę zidentyfikowane ani ograniczone przez instytucje publiczne wchodzące w skład sieci bezpieczeństwa finansowego (*safety net*).

Analizę przyczyn, dla których nie dostrzeżono w porę narastającego ryzyka, warto rozpocząć od przybliżenia samej natury ryzyka systemowego. Ryzyko systemowe z reguły definiuje się jako ryzyko wystąpienia zakłóceń w funkcjonowaniu systemu finansowego lub jego istotnej części, które może wywołać poważne negatywne skutki dla realnej sfery gospodarki<sup>1</sup>. Ryzyko to może mieć swoje źródła w samym systemie finansowym lub poza nim i wynika z wzajemnych powiązań pojedynczych instytucji i rynków finansowych oraz ich ekspozycji na sektor realny gospodarki. Materializacja ryzyka systemowego prowadzi z reguły do wystąpienia efektu zarażenia, tzn. rozpowszechniania się problemów na inne instytucje i segmenty rynku finansowego, a także na sferę realną gospodarki. Przyczyną materializacji

<sup>1</sup> Por. *Macroprudential Policy – An Organizing Framework*, International Monetary Fund, March 2011, s. 7, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf>.

ryzyka jest najczęściej oddziaływanie szoku albo odwrócenie się długotrwałych tendencji (jak np. załamanie wzrostu cen surowców, aktywów, nieruchomości etc.). Tak właśnie było w USA: w systemie finansowym zakumulowało się ryzyko związane z wielkimi ekspozycjami instytucji finansowych na rynku nieruchomości (i to nie tylko z ekspozycjami o złej jakości, sub-prime), w dodatku w sporej części przetransferowanymi do słabo nadzorowanych, ale silnie powiązanych z systemem bankowym segmentów rynku (tzw. *shadow banking*). Pojedyncze nadzorowane instytucje funkcjonowały bez zarzutu, osiągając doskonałe wyniki finansowe, a mimo to w systemie narastało ryzyko związane ze zakumulowanym, nadmiernym zadłużeniem gospodarstw domowych, wysoką dźwignią oraz koncentracją instytucji finansowych na finansowaniu nieruchomości. Gdy ceny nieruchomości w USA zaczęły spadać (co mogło być związane tak ze skalą ich wcześniejszego wzrostu, jak i ze zmianą tendencji demograficznych) bańka pękła i nastąpiła katastrofa. Kryzys amerykańskiego systemu finansowego przeniósł się – poprzez trans-graniczne powiązania instytucji finansowych - na inne rynki, w tym głównie na rynek Unii Europejskiej (UE) oraz na sektory realne gospodarki, powodując najcięższą od czasów Wielkiego Kryzysu recesję. Doświadczenie to wskazuje, że można wyróżnić dwa zasadnicze wymiary ryzyka systemowego. Wymiar czasowy, związany ze zbiorową tendencją uczestników rynku do okresowego niedoszacowania ryzyka, a zatem dotyczący problemu procykliczności oraz wymiar międzysektorowy, związany z nadmierną koncentracją działalności oraz wzajemnymi powiązaniem pomiędzy instytucjami i rynkami finansowymi, co sprzyja rozpowszechnianiu się i wzmacnianiu negatywnych skutków materializacji ryzyka. Ryzyko systemowe wymknęło się spod kontroli instytucji dedykowanych do zapewnienia stabilności z prostego powodu – nikt nie miał mandatu do jego ograniczania. Jeżeli nawet banki centralne dokonywały stosownych analiz, to nie szły za tym żadne działania, gdyż nie było instytucji wyposażonej w odpowiedni mandat i narzędzia<sup>2</sup>. Pokazało to słabość dotychczasowego paradygmatu, w którym stabilność makroekonomiczną miała zapewniać polityka fiskalna i pieniężna, a stabilność finansową nadzór

<sup>2</sup> C.A.E. Goodhart, *The Macro-Prudential Authority: Powers, Scope and Accountability*, OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2011 – Issue 2, OECD 2011, <http://www.oecd.fr/dataoecd/0/0/48979021.pdf>.

mikroostrożnościowy, nakierowany na ograniczanie ryzyka pojedynczych instytucji. Przeciwdziałaniem ryzykom systemowym nikt się nie zajmował<sup>3</sup>.

W następstwie kryzysu jasna stała się zatem podstawowa słabość regulacyjna: zabrakło nadzoru o charakterze systemowym. Okazało się, że potrzeba czegoś więcej niż tylko nadzoru nad pojedynczymi instytucjami, tj. nadzoru mikroostrożnościowego. Niezbędny jest nadzór systemowy, tzw. makroostrożnościowy<sup>4</sup>, który nie tylko identyfikuje i analizuje, ale także aktywnie ogranicza ryzyko zagrażające stabilności systemu finansowego jako całości. Ryzyko to może być związane np. ze skorelowanymi ekspozycjami poszczególnych instytucji (w tym transgranicznymi), zbytnim uzależnieniem od słabo zdywersyfikowanych źródeł finansowania, nadmiernym wzrostem cen aktywów czy też zbyt wysokim tempem wzrostu akcji kredytowej. Sama identyfikacja ryzyk systemowych nie wystarczy – to przecież w wielu krajach było i przed kryzysem dobrze utrwaloną praktyką. Banki centralne od lat publikują raporty o stabilności systemu finansowego (w Polsce NBP publikuje taki raport od 2001 roku), które z reguły dość dobrze identyfikowały potencjalne zagrożenia. Stąd też istotną luką regulacyjną był brak instytucji posiadającej wyraźny mandat nie tyle do analizowania, ale przede wszystkim do podejmowania działań mających na celu przeciwdziałanie ryzykom systemowym poprzez stosowanie odpowiednich środków regulacyjnych, w części typowych dla polityki mikroostrożnościowej, oddziałujących jednak na funkcjonowanie całego systemu finansowego lub jego istotne części, np. na sektor bankowy<sup>5</sup>. O ile polityka makroostrożnościowa obejmuje cały system finansowy, to jednak zwrócenie szczególnej uwagi na sektor bankowy może być jak najbardziej uzasadnione ze względu na kluczową rolę, jaką banki odgrywają w finansowaniu gospodarki i w rozliczeniach płatniczych<sup>6</sup>.

---

<sup>3</sup> Ibidem.

<sup>4</sup> Choć termin „makroostrożnościowy” jest pojęciem relatywnie nowym w nomenklaturze regulacyjnej, to jednak pierwsze odniesienia do „polityki makroostrożnościowej” pojawiają się w literaturze przedmiotu już pod koniec lat 70. XX w. – por. P. Clement, *The term ‘macroprudential’: origins and evolution*, BIS Quarterly Review, March 2010, [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1003h.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1003h.pdf).

<sup>5</sup> Szerzej o instrumentach polityki makroostrożnościowej w dalszej części artykułu.

<sup>6</sup> Por. np. *Raport o stabilności systemu finansowego, Lipiec 2012 r.* Narodowy Bank Polski, <http://www.nbp.pl/systemfinansowy/rsf072012.pdf>.

Stabilność sektora bankowego w zasadniczy sposób determinuje stabilność systemu finansowego jako całości.

Globalny kryzys finansowy obnażył jednak i inną słabość. Regulacje mikroostrożnościowe okazały się także dziurawe, zwłaszcza te dotyczące adekwatności kapitałowej. System wymogów kapitałowych nie był w stanie zapobiec kryzysowi, gdyż nie tylko nie zawierał wystarczających mechanizmów ograniczających ryzyko systemowe (ani antycyklicznych, ani eliminujących nadmierną koncentrację), ale okazał się ułomny nawet w swojej pierwotnej funkcji ograniczania ryzyka działania pojedynczej instytucji. Banki utrzymywały kapitały nieadekwatnie niskie w relacji do skali ponoszonego ryzyka. Wystarczy przypomnieć, że aby nie dopuścić do dramatycznych w skutkach upadłości, w samej tylko UE sektor publiczny zmuszony był dokapitalizować banki w kwocie odpowiadającej średnio 2,35% PKB (w Irlandii pomoc stanowiła aż 30% PKB, w Belgii 5,78% PKB, a w Wielkiej Brytanii 4,89% PKB)<sup>7</sup>. Można oceniać, że modyfikacje standardowych wymogów kapitałowych dokonane w Drugiej Umowie Kapitałowej (tzw. Bazylea II), w tym dopuszczenie zaawansowanych metod oceny ekspozycji kredytowych i szacowania wag ryzyka, przyczyniły się do nadmiernej ekspansji i wzrostu dźwigni finansowej, osłabiając odporność banków na szoki. Warto przypomnieć, że w dokonanym przez Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego Piątym badaniu ilościowym wykazano, iż w wyniku wdrożenia Bazylei II wymóg kapitałowy będzie niższy niż przy zastosowaniu zapisów Bazylei I, przy czym większy spadek miały odnotować banki stosujące bardziej zaawansowane metody obliczania wymogu kapitałowego, tj. metody wewnętrznych ratingów (tzw. *Internal Rating Based approach*, IRB)<sup>8</sup>. Równie ważną słabością, prowadzącą do zwiększenia dźwigni banków, było dopuszczenie do szerokiego korzystania przez banki z hybrydowych (dłużno-kapitałowych) instrumentów finansowych do wypełniania wymogów kapitałowych. Instrumenty te w praktyce okazały się nieskuteczne w pokrywaniu strat instytucji finansowych. Dodatkowym palącym problemem był brak wystarczających buforów płynnościowych, gdyż w wielu

<sup>7</sup> *State aid, Commission Staff Working Paper, Autumn 2011 Update*, European Commission, 2011 [http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/studies\\_reports/2011\\_autumn\\_working\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/2011_autumn_working_paper_en.pdf).

<sup>8</sup> *Results of the fifth quantitative impact study (QIS5)*, Basel Committee on Banking Supervision, 16 June 2006, <http://www.bis.org/bcbs/qis/qis5results.pdf>.



krajach nie wprowadzono odpowiednich regulacji i wymogów płynnościowych. Ryzyko płynności było niedoszacowane ze względu na łatwość pozyskania finansowania z płynnych rynków, w warunkach łagodnej polityki płynnościowej banków centralnych i niskich stóp procentowych, co charakterystyczne dla okresu tzw. *great moderation*<sup>9</sup>. W rezultacie, sektor bankowy szczególnie w USA i UE okazał się być nieodporny na szoki. Tymczasem skala szoku związanego z załamaniem na rynku nieruchomości w USA przeszła najśmielsze oczekiwania.

---

<sup>9</sup> *Great moderation* (Wielkie Uspokojenie) to okres względnej stabilności makroekonomicznej, który rozpoczął się w latach 80. XX w. i trwał przez następne dwie dekady. Okres ten charakteryzował się niskim poziomem inflacji i stabilnym wzrostem gospodarczym – por. D. Giannone, M. Lenza, L.Reichlin, *Explaining the great moderation, It is not the shocks*, ECB Working Paper, No 865, February 2008, <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp865.pdf>.

## 2. Mandat polityki makroostrożnościowej – czy stabilność finansowa wystarcza ?

Zarządzanie ryzykiem na poziomie poszczególnych instytucji finansowych z natury rzeczy nie bierze w dostatecznym stopniu pod uwagę zagrożeń natury systemowej. Konieczne jest zatem podjęcie działań zapewniających internalizację przez firmy pośrednictwa finansowego kosztów ryzyk systemowych. Stan gospodarki zależy zarówno od stabilności finansowej, jak i od stabilności monetarnej i fiskalnej. Straty spowodowane przez kryzysy wywodzące się z sektora finansowego potęgowane są przez rosnący stopień integracji finansowej gospodarki<sup>10</sup>. Istnieje wiele czynników zniechęcających do podejmowania działań ograniczających narastanie ryzyka systemowego. W fazach nadmiernego wzrostu sektora finansowego ryzyka są z reguły niedoszacowane. W przypadku wystąpienia kryzysu finansowego straty podmiotów sektora finansowego gwałtownie przenoszą się na gospodarkę realną, która traci ponadto dostęp do kredytów niezbędnych do zapewnienia normalnego poziomu aktywności ekonomicznej. Z powodu pro-cyklicznego charakteru, zapisy prawne i standardy rynkowe tworzone w celu ochrony gospodarki mają często tendencje do zwiększania jej niestabilności.

Organy nadzoru muszą kreować wśród uczestników rynku oraz opinii publicznej racjonalne oczekiwania, które umożliwią im efektywne ograniczanie wpływu kryzysów finansowych na gospodarkę. Powinno to odbywać się albo w formie działań antycyklicznych, albo przynajmniej poprzez wzmacnianie odporności sektora finansowego na szoki, pozwalając tym samym na ograniczenie efektu zarażania. Nasuwa się jednak pytanie, czy jest to działanie wystarczające. Przykładowo, system odpisów dynamicznych wprowadzony w Hiszpanii (zresztą niezgodny z MSR, co wywołało swego czasu falę krytyki) wzmocnił bufory kapitałowe, tak, że odporność banków pozwoliła im przetrwać przynajmniej pierwszą fazę kryzysu. Podjęte działania nie zapobiegły jednak boomowi kredytowemu będącego przyczyną ostatniego kryzysu w Hiszpanii, którego koszty

<sup>10</sup> Istotną różnicą pomiędzy poprzednimi kryzysami bankowymi, a obecnym kryzysem finansowym, jest fakt iż obecny kryzys ma wymiar globalny i międzyrynkowy – por. S. Ingves, G. Lind, M. Shirakawa, J. Caruana, G. Ortiz Martinez, *Lessons learned from previous banking crisis: Sweden, Japan, Spain and Mexico*; Group of Thirty, Occasional Paper No. 79, Washington DC, April 2009.

powodują w percepcji rynku bliską perspektywę bankructwa. Oznacza to, że celem polityki makroostrożnościowej powinna być stabilność finansowa rozumiana jako taki stan, w którym system finansowy pełni swoje funkcje w sposób ciągły i efektywny, nawet w przypadku wystąpienia nieoczekiwanych i niekorzystnych zaburzeń o znacznej skali<sup>11</sup>. Polityka makroostrożnościowa miałaby przyczyniać się do zapewnienia stabilności finansowej poprzez zapobieganie narastaniu nierównowag i ryzyk systemowych a nie tylko wzmacnianie odporności na szoki. Oba rodzaje polityk „nadzorczych”, tj. polityka makroostrożnościowa, jak i polityka mikroostrożnościowa (często posługujące się zresztą tym samym zestawem narzędzi – o czym dalej) nakierowane są zatem na stabilność finansową.

Pierwsza z nich oddziałuje systemowo, identyfikuje i zapobiega ryzykom na styku systemu finansowego i gospodarki realnej, związanymi z koncentracją i cyklem kredytowym. Politykę makroostrożnościową można określić poprzez następujące trzy wymiary<sup>12</sup>:

- cel, którym jest ograniczanie i przeciwdziałanie ryzyku systemowemu, a przez to przyczynianie się do zapewnienia stabilności finansowej;
- zakres obejmujący cały system finansowy;
- instrumenty stanowiące w większości dotychczasowe instrumenty mikroostrożnościowe wykorzystane z perspektywy systemowej.

Polityka mikroostrożnościowa, dba natomiast o stabilność pojedynczych instytucji, co jest warunkiem koniecznym (aczkolwiek jeszcze nie wystarczającym) dla utrzymania stabilności systemu finansowego. Koncentrując się na pojedynczych instytucjach finansowych nadzorca mikroostrożnościowy nie uwzględnia jednak efektu, jaki mogą wywołać zbiorowe zachowania instytucji finansowych, które choć pożądane i racjonalne z perspektywy indywidualnego podmiotu, dla całego systemu finansowego mogą być groźne.

<sup>11</sup> Stabilność finansowa jest pojęciem, które nie doczekało się jeszcze jednej powszechnie akceptowanej definicji. Niemniej jednak, autor stosuje definicję stabilności finansowej za Narodowym Bankiem Polskim, por. <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/stabilnosc.html>.

<sup>12</sup> *Macroprudential Policy Tools and Frameworks, Progress Report to G20*, Financial Stability Board, International Monetary Funds, Bank for International Settlements, 27 October 2011, <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102711.pdf>.

Działania makroostrożnościowe są w dużym stopniu powiązane ze zdolnością odpowiednich organów do monitorowania i identyfikowania z wyprzedzeniem wszystkich zagrożeń powstających w różnych obszarach sektora finansowego - niezależnie czy są to instytucje, rynki, produkty czy infrastruktura - oraz sposobu, w jaki te zagrożenia mogą wpływać na gospodarkę. Z tego powodu, niezwykle ważne jest umożliwienie organom makroostrożnościowym dostępu do danych nadzorczych, oczywiście z zachowaniem odpowiednich zasad poufności. Perspektywa makroostrożnościowa zwraca uwagę nadzorców mikroostrożnościowych na ekstremalne zdarzenia skrajne, których nie można przewidzieć poprzez proste badanie danych historycznych oraz ryzyka indywidualnych instytucji, rynków i infrastruktury.

Ze względu na to, że ryzyka systemowe mogą być generowane na styku sektora finansowego i sfery realnej gospodarki, analizowanie tylko sektora finansowego może okazać się niewystarczające. Opierając się na doświadczeniach silnych związków między stabilnością finansową a stabilnością makroekonomiczną (jak np. w Hiszpanii) trudno abstrahować od wpływu i wzajemnych powiązań polityki makroostrożnościowej i niektórych pozostałych polityk gospodarczych. Rozważenia wymaga jednak najpierw zakres mandatu polityki makroostrożnościowej. Koncentracja na samej stabilności finansowej i ryzyku systemowym obejmuje ważne, w części nieuwzględniane dotychczas aspekty (jak np. wzajemne powiązania, koncentracja ekspozycji etc.), ale może pomijać ryzyka związane z narastaniem nierównowag w sferze realnej gospodarki. Ujęcie cyklu kredytowego może być także zbyt wąskie, gdy rozważa się je wyłącznie z punktu widzenia krajowego systemu finansowego, szczególnie w przypadku gospodarek otwartych, o dużej skali przepływów kapitałowych i bankach działających transgranicznie (np. poprzez oddziały instytucji kredytowych w UE). Można mieć obawy, że wprowadzenie polityki makroostrożnościowej z mandatem zawężonym wyłącznie do stabilności systemu finansowego nie wypełni wszystkich luk, które były zarzewiem obecnego kryzysu. Pozostaną bowiem „szare strefy”, jak choćby zadłużenie zagranicznych przedsiębiorstw – istotna przyczyna m.in. kryzysu azjatyckiego w 1997 roku – nie pozostające jednak w bezpośrednim związku z

krajowym systemem finansowym. Wydaje się, że odpowiedniego szerszego ujęcia mandatu polityki makroostrożnościowej można dokonać poprzez rozszerzenie definicji ryzyka systemowego, np. przez wskazanie, iż może ono mieć swe źródło także poza systemem finansowym. Celem nadzoru makroostrożnościowego byłaby wówczas identyfikacja i ograniczenie ryzyka systemowego, rozumianego jako ryzyko wystąpienia zakłóceń w funkcjonowaniu krajowego systemu finansowego lub jego istotnej części, mających swe źródło w samym systemie finansowym lub poza nim, którego powstanie może wywołać poważne negatywne skutki dla realnej sfery działania gospodarki narodowej. Przy takim, przykładowo sformułowanym, ujęciu uwzględnia się zarówno potencjalne źródła zagrożeń tkwiące w sektorze realnym, jak i konsekwencje materializacji takiego ryzyka dla sektora realnego. Tak sformułowany mandat zachęca do prowadzenia analiz „nadmiernych nierównowag makroekonomicznych”, jako źródeł ryzyka systemowego.

Z drugiej strony, należy mieć świadomość trudności w pozycjonowaniu polityki makroostrożnościowej wyposażonej w tak szeroki mandat w relacji do pozostałych polityk gospodarczych. W szczególności, mogą pojawić się obawy rozmycia kompetencji, czy nawet potencjalnego konfliktu. Choć każda polityka gospodarcza (mikroostrożnościowa, makroostrożnościowa, fiskalna, pieniężna etc.) wpływa na obszary bezpośredniego zainteresowania pozostałych, a tym samym także na wzrost gospodarczy, to jednak obszary te są bezpośrednio dość precyzyjnie zdefiniowane. Celem polityki pieniężnej jest stabilność cen, celem polityki mikroostrożnościowej stabilne i bezpieczne funkcjonowanie indywidualnych instytucji finansowych, celem polityki fiskalnej stabilny i zrównoważony wzrost gospodarczy. Przypisanie polityce makroostrożnościowej mandatu wkraczającego na terytorium sfery realnej gospodarki może zaburzyć ten w miarę klarowny podział. Z tego m.in. względu główny nurt literatury zaleca ograniczenie mandatu makroostrożnościowego do stabilności sektora finansowego. Węższy mandat, ograniczony do ryzyka systemowego w sektorze finansowym, dominuje także w praktyce nowo powstających instytucji nadzoru makroostrożnościowego. Przykładowo, Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego (ESRB) odnosi się wprawdzie do kwestii nierównowag makroekonomicznych, ale ogranicza się jedynie do analizowania ich

wpływu na poziom ryzyka systemowego w sektorze finansowym. Nierównowagi te nie są celem samym w sobie. Instytucje międzynarodowe, tj. Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW), Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) oraz Rada Stabilności Finansowej (FSB) w swoich rekomendacjach dotyczących instytucjonalnej organizacji polityki makroostrożnościowej wyraźnie wskazują, że polityka makroostrożnościowa służy ograniczaniu wężej rozumianego (ograniczonego do systemu finansowego) ryzyka systemowego i nie powinna być stosowana w odniesieniu do ryzyk związanych z nierównowagami makroekonomicznymi i szokami, czy niewłaściwą polityką makroekonomiczną lub strukturalną:

*„In particular, macroprudential policy should focus on risks arising primarily within the financial system, or amplified by the financial system. It would be wrong to use it to address risks associated with macroeconomic imbalances and shocks, or inappropriate macroeconomic or structural policies—for which the first line of defense should be adjustments in macroeconomic policies.”<sup>13</sup>*

Jednym z istotnych problemów związanych z szerszym mandatem jest także brak odpowiednich instrumentów, które organ odpowiedzialny za prowadzenie polityki makroostrożnościowej może skutecznie wykorzystać w celu redukcji nierównowag makroekonomicznych. Może to stwarzać istotne problemy reputacyjne i negatywnie rzutować na skuteczność działań nakierowanych na redukcję ryzyk narastających w systemie finansowym.

Można jednak uznać, że powyższe ograniczenia tracą nieco na znaczeniu w sytuacji, gdy polityka makroostrożnościowa dysponuje jedynie „miękkimi” instrumentami, takimi jak rekomendacje i ostrzeżenia (jedynie takimi instrumentami dysponuje ESRB). Oczywiście, powstaje pewnego rodzaju nakładanie się kompetencji, ale wskazania organu polityki makroostrożnościowej realizowane są przez właściwe polityki gospodarcze, co powinno zapewniać spójność takich działań. Szczególnie delikatna kwestia dotyczy wchodzenia w obszar działania polityki pieniężnej, ze

<sup>13</sup> J. Viñals, *Seeing Both the Forest and the Trees - Supervising Systemic Risk*, IMF, June 2011 (speech), <http://www.imf.org/external/np/speeches/2011/060211.htm>

względu na jej ugruntowaną niezależność. Wydaje się, że taka potrzeba może pojawiać się jednak wyjątkowo rzadko (ESRB nie ma prawa wydawać rekomendacji skierowanych do Europejskiego Banku Centralnego). Co więcej, pewna koordynacja może odbywać się bez wchodzenia w kompetencje obu tych polityk, które powinny cieszyć się zresztą podobną niezależnością. Regulacje i praktyka funkcjonowania Komitetu Stabilności Finansowej (KSF) w Polsce pokazują wyraźnie, że taka koordynacja stanowi istotną wartość dodaną bez naruszania integralności i niezależności instytucji wchodzących w jego skład<sup>14</sup>.

---

<sup>14</sup> Potwierdza to m.in. opinia NIK. *Kontrolerzy NIK prześwietlali działanie trzech instytucji kluczowych dla bezpieczeństwa finansów: Komisji Nadzoru Finansowego, Narodowego Banku Polskiego i Ministerstwa Finansów tworzących Komitet Stabilności Finansowej. Pozytywna ocena nie wynika tylko z tego, że w Polsce nic złego się nie stało. System jest przygotowany na zagrożenia i działa. NBP na bieżąco analizował zagrożenia dla całego systemu, minister finansów zaś przygotował projekty ustaw rozszerzających możliwości wsparcia z budżetu, nawet nacjonalizacji w sytuacji zagrożenia wypłacalności - wynika z raportu. Za: NIK komplementuje polski system nadzoru nad finansami, Dziennik Gazeta Prawna, 2 maja 2012.*

### ***3. Polityka makroostrożnościowa a polityka pieniężna***

Polityka monetarna polegająca na realizacji celu inflacyjnego w ostatnim dziesięcioleciu doprowadziła do stabilizacji inflacji na niskim poziomie. Ze względu na charakter mechanizmu transmisji polityki monetarnej, banki centralne dążyły do osiągnięcia stabilizacji w horyzoncie krótkookresowym (do 2 lat). Dzięki stabilizacji stopy inflacji nastąpił spadek nominalnych stóp procentowych, ograniczono też zmienność wielkości produkcji. W rezultacie wzrosło zaufanie do polityki ekonomicznej, co z kolei zwiększyło popyt na kredyty ze strony przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, podnosząc stopień lewarowania w gospodarce. Jednocześnie, niski poziom nominalnych stóp procentowych i liberalizacja sektora finansowego spowodowały, że instytucje finansowe stały się bardziej skłonne do udzielania kredytów o większym stopniu ryzyka. Efektem ekspansji kredytowej był wzrost ceny aktywów. Polityka monetarna była głównie skupiona na krótkookresowych celach inflacyjnych i dlatego nie była w stanie skutecznie przeciwdziałać rosnącej nierównowadze. Ze względu na to, iż inne instrumenty nie były efektywnie wykorzystywane (poza sferą analityczną nadzór o charakterze makroostrożnościowym praktycznie nie istniał), doprowadziło to do odchylenia cen aktywów od poziomów uzasadnionych przez czynniki fundamentalne, co ostatecznie spowodowało załamanie. Ze względu na szybki rozwój rynków finansowych na całym świecie i procesy globalizacyjne, załamanie to miało charakter ogólnoświatowy. Tempo wzrostu rynków finansowych było tak duże, że nie nadążały za nim możliwości właściwego monitorowania i regulacji tych rynków przez podmioty publiczne.

Wyciągając wnioski z tych doświadczeń, część autorów uznaje, że stabilność finansowa powinna być elementem rozszerzonego mandatu polityki pieniężnej. Przed kryzysem dominował pogląd, że elastyczna strategia bezpośredniego celu inflacyjnego stanowi efektywny i kompleksowy sposób na osiągnięcie stabilności makroekonomicznej i stabilności finansowej. Zobowiązanie do stabilizowania oczekiwanej inflacji było uznawane za wystarczające i polityka pieniężna ani nie



potrzebuje ani też nie powinna dążyć do reagowania na zmiany cen aktywów, o ile tylko zmiany te nie zostaną uwzględnione w prognozowaniu presji inflacyjnej<sup>15</sup>.

Wbrew tym opiniom prowadzono dość ożywioną dyskusję na temat roli cen aktywów w polityce pieniężnej. Bardzo ciekawe podejście zaprezentował W. R. White<sup>16</sup> sugerując, że polityka pieniężna powinna brać pod uwagę ceny aktywów i nierównowagi w bilansach przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, a zatem powinna być „bardziej wygładzona” w cyklu koniunkturalnym. W okresach niskiej inflacji może okazać się konieczne zacieśnienie monetarne dla wyhamowania nadmiernego tempa zadłużania się podmiotów sfery realnej: „Znaczna nierównowaga w bilansie przedsiębiorstw i gospodarstw domowych także może przyczynić się do znacznego pogorszenia sytuacji gospodarczej i w konsekwencji spowodować obniżenie wzrostu gospodarczego wyraźnie poniżej potencjału.”<sup>17</sup>

W praktyce jednak próby uwzględnienia stabilności finansowej w prowadzeniu regularnej polityki pieniężnej podjęło dotychczas niewiele banków centralnych. Jednym z wyjątków jest Bank Norwegii, który próbuje uwzględniać w swojej funkcji straty stabilność finansową poprzez tzw. „odporność monetarną” (*monetary policy robustness*). Definiowana jest ona jako odchylenie stopy procentowej od stopy równowagi, gdyż – jak argumentuje Bank Norwegii - doświadczenie wskazuje, że nierównowagi finansowe często narastają w okresach wysokiego stopnia wykorzystania czynników produkcji, ale temu zagrożeniu można przeciwdziałać zwiększając wagę odchylenia produkcji od potencjału. W związku z tym, wprowadzenie do funkcji straty odchylenia stopy procentowej od wartości ocenianej jako stopa równowagi (naturalna nominalna stopa procentowa) pomaga ograniczać ryzyko powstawania nierównowag, gdyż zmniejsza wahania stopy procentowej do poziomów sprzyjających powstawaniu nierównowag<sup>18</sup>. Trudno oceniać na ile taka polityka jest skuteczna, skoro zadłużenie samych tylko

<sup>15</sup> B. Bernanke, M. Gertler, *Monetary policy and asset prices*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, Fourth Quarter 1999.

<sup>16</sup> William R. White, *Czy stabilność cen wystarcza*, Materiały i Studia, Zeszyt 211, NBP, Warszawa, 2006, [http://www.nbp.pl/publikacje/materiały\\_i\\_studia/ms211.pdf](http://www.nbp.pl/publikacje/materiały_i_studia/ms211.pdf). Jest to nieoficjalne tłumaczenie wykonane przez Narodowy Bank Polski za zgodą Banku Rozliczeń Międzynarodowych w Bazylei w Szwajcarii. Pierwotna wersja artykułu była opublikowana w kwietniu 2006 r. przez Bank Rozliczeń Międzynarodowych jako zeszyt 205 pod tytułem „*Is price stability enough?*”.

<sup>17</sup> Ibidem, str.25.

<sup>18</sup> Norges Bank, *Monetary Policy Report* Nr. 1/2012, str.15-16.

gospodarstw domowych przekracza w Norwegii 200% rocznego dochodu. Niezależnie od oceny, czy tak wysoki poziom długu oznacza nierównowagę (koszty obsługi są umiarkowane), z pewnością jest to potencjalne ryzyko w sytuacji wystąpienia nieprzewidzianego szoku. Trudno też ocenić, czy polityka pieniężna faktycznie spełnia „mandat stabilnościowy”, szczególnie, że poziom stopy procentowej jest umiarkowany mimo, że zadłużenie gospodarstw domowych nadal silnie rośnie.

W przeciwieństwie do tej próby, W. White nie sformułował precyzyjnej reguły dla polityki pieniężnej. Jej konstrukcja pokazałaby najprawdopodobniej, że polityka pieniężna przestała być symetryczna względem cyklu koniunkturalnego, a jej ogólny poziom restrykcyjności wzrósłby. Zasadne staje się też pytanie, czy tego typu nowy paradygmat polityki pieniężnej istotnie zwiększyłby skuteczność w zapobieganiu nadmiernym nierównowagom w długim okresie. W istocie bowiem, wbrew regule Tinbergena, polityka pieniężna dysponująca jednym narzędziem, jakim jest ustalanie poziomu krótkoterminowej stopy procentowej, musiałaby realizować jednocześnie dwa cele. Autor jest tego świadomy, dlatego zgadza się na „czasowe” odejście od celów inflacyjnych dla uniknięcia recesji i deflacji w dłuższym jeszcze okresie. Niezależnie od oceny proponowanej „recepty” na politykę pieniężną, w warstwie diagnostycznej W. White dokonał niezwykle trafnej analizy, która dokonana przed kryzysem może uchodzić wręcz za wizjonerską.

Nieco inną ocenę polityki pieniężnej przed kryzysem prezentuje J. Taylor. Z pewnymi zastrzeżeniami można uznać, że autor ten prezentuje „stary paradygmat”, zgodnie z którym polityka pieniężna powinna kierować się regułą, której nazwa pochodzi od jego nazwiska. Takie ujęcie mandatu polityki pieniężnej jest spójne z oceną sformułowaną przez Taylora, że główną przyczyną kryzysu była wadliwa polityka monetarna w USA, która – wbrew zaleceniom reguły Taylora – zbyt długo utrzymywała stopy procentowe na zbyt niskim poziomie<sup>19</sup>. Skoro polityka pieniężna zawiniła, właściwie użyta mogła stanowić co najmniej istotny instrument zapobiegający kryzysowi. Ocena taka nie wydaje się jednak dominować. Według

<sup>19</sup> J. Taylor, *The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis what went wrong*, NBER Working Paper 14631, January 2009, [http://www.nber.org/papers/w14631.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w14631.pdf?new_window=1).

np. L.E.O. Svenssona główne przyczyny globalnego kryzysu finansowego miały niewiele wspólnego z polityką pieniężną prowadzoną przez najważniejsze banki centralne świata (a przede wszystkim Fed). Ważniejszymi czynnikami zdają się być błędy regulacyjne, a w pewnym stopniu także specyficzne okoliczności, w tym polityka rządu USA wspierająca nabywanie nieruchomości niekomercyjnych (domów i mieszkań) przez gospodarstwa domowe o niskich dochodach. Sytuacja makroekonomiczna poprzedzająca wybuch globalnego kryzysu finansowego charakteryzowała się globalnie zarówno niskimi realnymi stopami procentowymi, będącymi pochodną globalnych nierównowag ekonomicznych, jak i tzw. fazą *great moderation*, czyli długim okresem niskiej inflacji i stabilnego wzrostu gospodarczego. Skutkowało to systematycznym niedoszacowaniem przez inwestorów ryzyka i tym samym prowadziło do zaniżonych premii za ryzyko na rynkach finansowych. Banki komercyjne i inwestycyjne działały, tym samym, w warunkach skłaniających je do wzrostu dźwigni, co było możliwe ze względu na istniejące niedostateczne bądź wadliwe regulacje i zbyt pobłażliwy nadzór. Nadmiernemu wzrostowi skali pośrednictwa finansowego i dźwigni finansowej sprzyjał też brak reżimu uporządkowanej likwidacji banków (*resolution*), który eliminowałby problem *moral hazard* i ukrytych gwarancji typu *too big to fail*. Dodatkowym bodźcem do rozwoju nadmiernej akcji kredytowej stała się sekurytyzacja aktywów, pozwalająca na arbitraż regulacyjny i pozorne alokowanie nadmiernie ryzykownych ekspozycji poza bilansami banków, co w naturalny sposób sprzyjało nadmiernej łagodnej polityce kredytowej banków i dalszemu wzrostowi dźwigni finansowej. Poza tym, krótkowzroczna polityka wynagradzania zarządów banków (głównie w zależności od bieżących wyników finansowych) dodatkowo sprzyjała nadmiernej tolerancji i generowaniu ryzykownych strategii inwestycyjnych. Prowadziło to do masowego generowania produktów zbyt złożonych, aby można było jednoznacznie ocenić skalę ryzyka z nimi związanego, co w fazie boomu skutkowało nieszacowaniem ryzyka systemowego. Żadna z tych przyczyn nie ma wiele wspólnego z polityką pieniężną, poza tym, że bardzo niski poziom stóp procentowych mógł sprzyjać fazie *great moderation*. Niezależnie jednak od tego, nawet gdyby polityka pieniężna była znacząco bardziej restrykcyjna,

nie wiadomo czy na dłuższą metę zdołałaby powstrzymać narastanie nierównowag w sektorze finansowym i realnym, w każdym razie nie powodując bardzo wysokich kosztów dla gospodarki. Ograniczenie nadmiernej ekspozycji na ryzyko można było osiągnąć znacznie niższym kosztem poprzez odpowiednie dopasowanie polityki regulacyjnej, o ile tylko właściwie zostałyby one zidentyfikowane oraz o ile istniałaby dostateczna wola i kompetencja do takiego działania.<sup>20</sup> Ocenę, iż wykorzystanie polityki pieniężnej do ograniczania akcji kredytowej w fazie boomu jest zbyt kosztowne, potwierdzają m.in. badania empiryczne dotyczące boomu kredytowego w Hiszpanii<sup>21</sup>. Boom na rynku nieruchomości doprowadził do „pęknięcia bańki” z bolesnym spadkiem PKB, mimo, że pozornie wzrosty cen były uzasadnione czynnikami fundamentalnymi. Nastąpiło, bowiem, trwałe obniżenie stóp procentowych po przystąpieniu Hiszpanii do strefy euro, a co więcej, korzystnie kształtowały się czynniki demograficzne – w Hiszpanii miał miejsce wzrost populacji o ok. 1,5% rocznie, głównie z powodu imigracji oraz wejścia na rynek pracy pokolenia „baby boomers” z lat 70-tych. W okresie boomu kredyty hipoteczne rosły nawet o 35% w stosunku rocznym. Finansowanie z zagranicy papierami komercyjnymi spowodowało, że deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego przekroczył 10% w relacji do PKB. W rozważanym kontrfaktycznym scenariuszu, Aspachs-Bracons i Rabanal założyli, że Hiszpania pozostaje poza strefą euro, boom kredytowy byłby jednak i tak trudny do zahamowania jedynie środkami polityki pieniężnej. Polityka pieniężna musiałaby być, bowiem, na tyle restrykcyjna, że wywołałaby głęboką recesję, ze spadkiem PKB o 4-5%. Odpowiedzią na boom kredytowy powinna być zatem wysoka restrykcyjność polityki makroostrożnościowej.

Powyższe oceny są spójne ze stanowiskiem Svenssona opowiadającego się za utrzymaniem dotychczasowego mandatu polityki pieniężnej i jednoczesnego wprowadzenia polityki makroostrożnościowej, która głównie przy pomocy narzędzi regulacyjnych kreuje warunki dla stabilnego rozwoju sektora finansowego. Jest to

<sup>20</sup> L. E. O. Svensson, *Flexible inflation targeting: lessons from the financial crisis*, Riksbank, 2009, [http://www.riksbank.se/Upload/Dokument\\_riksbank/Kat\\_publicerat/Tal/2009/090921e.pdf](http://www.riksbank.se/Upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Tal/2009/090921e.pdf).

<sup>21</sup> Oriol Aspachs-Bracons, Pau Rabanal, *The effects of housing prices and monetary policy in a currency union*, IMF Working Paper, WP/11/6, 2011, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1106.pdf>.

także zgodne z poglądami reprezentowanymi przez F. S. Mishkina<sup>22</sup> i in. autorów, którzy podkreślają, że strategia elastycznego bezpośredniego celu inflacyjnego jest właściwym reżimem dla polityki pieniężnej a stabilność finansowa jest raczej jej ograniczeniem, wpływającym (w skrajnych sytuacjach krytycznie) na mechanizm transmisji polityki pieniężnej. Główna lekcja z kryzysu jest taka, że szczególnie w przypadkach skrajnie silnego narastania nierównowag w systemie finansowym i gospodarce, polityki pieniężnej można i należy użyć. Nie jest to jednak działanie standardowe ani tym bardziej właściwe w normalnych warunkach. Wydaje się to być stanowiskiem dobrze ugruntowanym i jednocześnie rozsądnym. Polityka makroostrożnościowa i polityka monetarna mogą się wzajemnie wspierać i wzmacniać swoje działanie. Stabilność finansowa wspomaga politykę monetarną w utrzymaniu stabilnych cen w średnim okresie wspierając transmisję monetarną poprzez stabilny i silny system finansowy. Potencjalny konflikt tych dwu polityk można ograniczyć do dwu skrajnych, niezbyt prawdopodobnych sytuacji: wysokiej inflacji (powyżej celu inflacyjnego) i jednoczesnego załamania akcji kredytowej lub przeciwnie, niskiej inflacji/deflacji (znacznie poniżej celu) i boomu kredytowego. W zasadzie, ta druga sytuacja wystąpiła przed kryzysem. Spowodowało to, że stopy procentowe były istotnie utrzymywane na niskim poziomie, a była to właśnie sytuacja wyjątkowa (raz na sto lat), o której piszą ww. autorzy i która wymagała prawdopodobnie reakcji ze strony polityki pieniężnej. Rzecz w tym, że na podstawie dostępnych wówczas informacji polityka Fedu reagowała na ryzyko wystąpienia deflacji i stagnacji („typu japońskiego”), wobec czego nie można było podnieść stóp procentowych<sup>23</sup>.

Można uznać, że obecnie wzrosła świadomość, iż polityka pieniężna musi brać pod uwagę agregaty kredytowe i ceny aktywów, ale raczej w sposób, w jaki rozumie to Svensson, tj. w ramach reżimu bezpośredniego celu inflacyjnego. Dobrze oddaje to np. zapis w założeniach polityki pieniężnej NBP, w których Rada Polityki Pieniężnej uznała, że:

<sup>22</sup> Por. np. F. S. Mishkin, *Monetary policy strategy: lessons from the crisis*, Columbia University, 2010, <http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/papers/10ecb.pdf>.

<sup>23</sup> L. E. O. Svensson, *Flexible inflation targeting*, op.cit...., str. 5.

„ ... w polityce pieniężnej należy uwzględnić potrzebę zachowania stabilności finansowej, która jest niezbędna do zapewnienia stabilności cen w dłuższym okresie oraz umożliwi niezakłócone funkcjonowanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. W tym kontekście przy ocenie bilansu czynników ryzyka dla przyszłej inflacji i wzrostu gospodarczego istotne jest kształtowanie się cen aktywów. Nadmierne redukcje stóp procentowych i długotrwałe utrzymywanie ich na obniżonym poziomie w warunkach niskiej inflacji i jednocześnie szybkiego wzrostu gospodarczego może prowadzić do szybkiego wzrostu cen aktywów, a przez to zwiększać ryzyko utworzenia się tzw. bąbli spekulacyjnych. Wraz z szybkim wzrostem cen aktywów rośnie prawdopodobieństwo ich odchylenia od poziomów uzasadnionych czynnikami fundamentalnymi, co powoduje wzrost ryzyka gwałtownego i znacznego ich spadku w przyszłości. Szybki wzrost cen aktywów, szczególnie jeśli towarzyszy mu szybki wzrost kredytu, rodzi zagrożenie dla stabilności systemu finansowego, a przez to dla zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz stabilności cen w dłuższym okresie. Polityka pieniężna wspierająca stabilność systemu finansowego jest więc długookresowo spójna z realizacją podstawowego celu działalności banku centralnego, tj. z zapewnieniem stabilności cen, choć niekiedy może stwarzać ryzyko przejściowego odchylenia się inflacji od celu. Zachowanie spójności pomiędzy dążeniem do utrzymania inflacji na poziomie celu i wspieraniem stabilności systemu finansowego może – w pewnych warunkach – wymagać wydłużenia horyzontu realizacji celu inflacyjnego.”<sup>24</sup>

Podsumowując, warto zauważyć, że kwestia zastosowania narzędzi polityki monetarnej lub makroostrożnościowej dla korekty nierównowagi finansowej może też zależeć od charakteru zagrożeń dla stabilności finansowej. Jeśli problem dotyczy tylko jednego segmentu, jak np. rynku nieruchomości, należy w pierwszej kolejności zastosować narzędzia polityki makro-ostrożnościowej. Jeśli problem ma charakter ogólny, lub jeśli dotyczy bardziej rynków w przeciwieństwie do sektora bankowego, to zastosowanie narzędzi związanych ze stopą procentową lub

<sup>24</sup> Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, *Założenia polityki pieniężnej na rok 2012*, Warszawa, sierpień 2011, [http://www.nbp.pl/polityka\\_pieniezna/dokumenty/zalozenia/zalozenia\\_pp\\_2012.pdf](http://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/zalozenia/zalozenia_pp_2012.pdf).

dostępem do płynności może okazać się wskazane (choć samo w sobie nie musi być wystarczające).

W niektórych okolicznościach polityka makroostrożnościowa może bezpośrednio wspierać politykę monetarną. Przykładowo, jednym z głównych powodów wzrostu kredytów walutowych są duże różnice w stopach procentowych. W celu spowolnienia kreacji kredytu, bank centralny powinien obniżyć stopy procentowe w swoim kraju. Lecz presja inflacyjna może wskazywać raczej na konieczność podniesienia stóp. W takiej sytuacji narzędzia makroostrożnościowe powinny odegrać podstawową rolę w opanowaniu problemu, choć jego źródło może mieć charakter bardziej ogólny. Polityka makroostrożnościowa może również ograniczyć potencjalne skutki uboczne utrzymywania niskich stóp procentowych przez dłuższy czas (np. przez podniesienie wag ryzyka), gdy prowadzi to do znaczącego wzrostu płynności, co zwiększa prawdopodobieństwo pojawienia się bańki cenowej na rynku aktywów.

Na koniec tych rozważań warto zwrócić uwagę na ostatnie doświadczenia, które pokazują, że same instrumenty polityki monetarnej (w ramach prowadzenia „nieortodoksyjnej polityki”, tj. bez zmian stóp procentowych) mogą być też bardzo skutecznie wykorzystane do podtrzymywania stabilności finansowej, jak np. LTRO<sup>25</sup> prowadzone przez Europejski Bank Centralny (EBC) czy też „Pakiet zaufania” NBP. Nie są to jednak zastosowania polityki makroostrożnościowej, a raczej działania w fazie zarządzania kryzysowego.

---

<sup>25</sup> LTRO (*long term refinancing operations*) to długoterminowe operacje refinansujące, w ramach których Europejski Bank Centralny pożyczka bankom komercyjnym środki na preferencyjnych warunkach, tj. na długi okres (do 36 miesięcy) i po niskiej stopie procentowej.



#### ***4. Interakcje polityki makroostrożnościowej z wybranymi politykami gospodarczymi***

4

Relacje polityki makroostrożnościowej i polityki mikroostrożnościowej mogą być szczególnie złożone, tak ze względu na podobny cel bezpośredni (stabilność finansowa), jak i na bardzo zbliżone instrumenty. Podstawowym celem polityki mikroostrożnościowej jest jednak zapewnienie stabilnego i bezpiecznego funkcjonowania (zapobieganie upadłościom) pojedynczych instytucji finansowych, co wynika z dążenia do ochrony deponentów w przypadku banków, a także klientów pozostałych usług finansowych, np. firm ubezpieczeniowych i inwestycyjnych. Całkowite ryzyko systemu jest jednak większe niż suma ryzyk poszczególnych instytucji, stąd istnieje potrzeba analizy i ograniczania ryzyka także z perspektywy całości (systemowej). Polityka mikroostrożnościowa ogranicza zatem ryzyka pojedynczych instytucji, podczas, gdy polityka makroostrożnościowa ogranicza ryzyka systemowe, wynikające z interakcji tychże instytucji ze sobą oraz ze sferą realną. Obie polityki są wobec siebie w znaczącym stopniu komplementarne i służą zapewnieniu stabilności systemu finansowego jako całości. Podkreślenia wymaga jednak, że w pewnych warunkach może wystąpić konflikt pomiędzy tymi dwoma politykami. Przykładowo, w warunkach boomu kredytowego nadzorca makroostrożnościowy będzie dążył np. do zaostrzenia wag ryzyka, co skutkować będzie wzrostem wymogów kapitałowych banków. Może to jednak prowadzić do istotnego wzrostu ryzyka wypłacalności w wybranych, pojedynczych bankach, które dysponują zbyt niskim buforem kapitałowym. Musi zatem istnieć mechanizm uzgodnieniowy, który pozwala koordynować oba rodzaje polityk, tak, by zapewnić synergię i wzajemne wspieranie się. Najważniejsze różnice pomiędzy polityką mikro- i makroostrożnościową zostały przedstawione w poniższym zestawieniu:



Tabela 1. Porównanie polityki mikroostrożnościowej i makroostrożnościowej

	<b>Polityka mikroostrożnościowa</b>	<b>Polityka makroostrożnościowa</b>
<i>Cel podstawowy</i>	Zapobieganie upadłościom pojedynczych instytucji finansowych	Ochrona stabilności systemu finansowego jako całości
<i>Cel ostateczny</i>	Ochrona deponentów w przypadku banków, a także ochrona klientów pozostałych usług finansowych (ubezpieczeniowych i inwestycyjnych)	Uniknięcie makroekonomicznych kosztów kryzysu (spadek PKB)
<i>Przedmiot analizy</i>	Pojedyncze instytucje finansowe – dane indywidualne	System finansowy jako całość – dane zagregowane
<i>Wzajemne powiązania pomiędzy instytucjami finansowymi</i>	Mniej istotne	Istotne
<i>Sposób oceny stabilności finansowej</i>	Z punktu widzenia pojedynczej instytucji finansowej	Z punktu widzenia systemu finansowego jako całości

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: C. Borio, *Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism*, Bank for International Settlements, 22 July 2010, s. 18.

Istotne interakcje mogą także występować między polityką makroostrożnościową a pozostałymi politykami gospodarczymi, a w szczególności polityką fiskalną. Polityka fiskalna może wspierać politykę makroostrożnościową poprzez odpowiednie kształtowanie warunków funkcjonowania systemu finansowego, a nawet antycykliczne kształtowanie opłat i podatków: zasady cienkiej kapitalizacji, wysokość opłat na fundusze ochrony depozytów i fundusze stabilności (pomocowy, *resolution* etc.), podatki bankowe, zasady rachunkowości (o ile znajdują się w gestii Ministra Finansów) etc. Rekapitalizacja banków, zarówno w ramach zwykłych stres-testów przeprowadzanych np. przez Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EBA), czy jako nadzwyczajne zwiększenie buforów kapitałowych w odpowiedzi na zagrożenia związane z ryzykiem ekspozycji na skarbowe papiery wartościowe krajów peryferyjnych strefy euro, może wymagać fiskalnego wsparcia przez państwa członkowskie. Rządy mogą być też zmuszone do zagwarantowania finansowania banków.

Z drugiej jednak strony, w średnim okresie różne aspekty podatków mogą mieć negatywny wpływ na ryzyka podejmowane zarówno przez uczestników rynku finansowego, jak i przedsiębiorstwa niefinansowe oraz gospodarstwa domowe (na przykład tworząc bodźce do nadmiernego zadłużania się). W skrajnym przypadku, nieodpowiedzialna polityka fiskalna utrudnia lub wręcz uniemożliwia realizację celu innych polityk gospodarczych, tak pieniężnej<sup>26</sup> jak i makroostrożnościowej. Utrata wypłacalności państwa pociąga za sobą nieuchronnie bankructwo systemu bankowego. Bezpośrednim kanałem zarażania są z reguły znaczące ekspozycje banków wobec skarbu państwa. Skarbowe papiery wartościowe to zwykle instrumenty o najwyższej płynności, akceptowane w operacjach z bankiem centralnym i cieszące się regulacyjną zerową wagą ryzyka, w związku z czym banki utrzymują z reguły znaczące portfele tych papierów. Ich gwałtowna przecena stanowi zatem istotne zagrożenie dla wypłacalności banków. Prawdopodobnie, w wyniku doświadczeń obecnego kryzysu, zagadnienie wag ryzyka dla ekspozycji wobec suwerenów stanie się przedmiotem wnikliwych badań i – być może – nowych regulacji. Niemniej, pozostaje stwierdzić, że skuteczność polityki makroostrożnościowej krytycznie zależy od braku dominacji fiskalnej. Doświadczenie z ostatnich kilku lat dobitnie wskazuje, że polityka fiskalna oraz stabilność finansowa oddziałują między sobą w kilku aspektach. Ostatnie odsłony kryzysu finansowego są wynikiem powiązań pomiędzy zwiększonym ryzykiem kredytowym dotyczącym skarbowych papierów wartościowych i trudnościami banków w pozyskiwaniu finansowania na rynku po akceptowalnym koszcie oraz z preferowaną przez nie zapadalnością. Sytuacja ta wymaga ustanowienia odpowiednich zapór w celu przełamania powiązań na linii banki - rządy, również przy wykorzystaniu narzędzi strefy euro (EFSF<sup>27</sup>, ESM<sup>28</sup>).

<sup>26</sup> Jak wykazali w pionierskiej pracy T. Sargent, N. Wallace, *Some unpleasant monetarist arithmetics*, Federal Bank of Minneapolis, 1981.

<sup>27</sup> EFSF (*European Financial Stability Facility*) – to Europejski Instrument Stabilności Finansowej, którego celem jest gromadzenie funduszy i udzielanie pożyczek wspólnie z Międzynarodowym Funduszem Walutowym krajom strefy euro, które mają kłopoty finansowe. EFSF powstał w 2010 r. jako odpowiedź na kryzys w Unii Europejskiej i ma on charakter tymczasowy, w lipcu 2012r. miał zostać zastąpiony przez ESM. Jednak z powodu wniesienia skargi do niemieckiego Federalnego Trybunału Konstytucyjnego w sprawie zgodności tegoż funduszu z Konstytucją Niemiec ratyfikacja i, co za tym idzie, wdrożenie ESM zostało zawieszono do czasu rozpatrzenia wniosku przez Trybunał Konstytucyjny Niemiec.

Wreszcie, istnieje potencjalny konflikt między polityką makroostrożnościową a polityką fiskalną w krótkim okresie, która pozostaje pod wpływem cyklu wyborczego. Przykładowo, silna akcja kredytowa w okresie boomu wspiera wzrost gospodarczy, kosztem osłabienia w dłuższym okresie. Dobrze znana kwestia *'taking away the punchbowl during periods of excess'* („zabieranie wazy z ponczem, kiedy przyjęcie się rozkręca”) oznacza, że - podobnie jak w przypadku polityki monetarnej - organy makroostrożnościowe muszą być niezależne od bieżącego cyklu politycznego. Z tego powodu decyzje makroostrożnościowe powinny być podejmowane przez niezależne organy posiadające klarowny mandat do zapewniania stabilności finansowej we wszystkich segmentach sektora finansowego: bankowości, ubezpieczeniach, rynkach finansowych, infrastrukturze. Organy te powinny być albo pojedynczymi instytucjami (w sytuacjach, kiedy jest to możliwe), albo radami zrzeszającymi instytucje dbające o stabilność finansową. Kwestia politycznej niezależności jest jednym z powodów, dla których banki centralne powinny odgrywać wiodącą rolę w komitetach makroostrożnościowych lub też same przejąć funkcję nadzoru makroostrożnościowego. Banki centralne są bowiem zarówno zorientowane na średnio- i długookresową stabilność ram polityki makroekonomicznej, jak i odgrywają ważną rolę w zapewnieniu płynności sektora bankowego w krótkim okresie.

Reasumując, polityka makroostrożnościowa i inne polityki gospodarcze, w tym w szczególności polityka monetarna, uzupełniają się wzajemnie i powinny się wspierać. Wymaga to oczywiście skutecznej koordynacji, choć jedynie w przypadku interakcji z polityką pieniężną konieczność koordynacji pojawia się raczej w sytuacjach skrajnych. Celem wspólnym wszystkich polityk gospodarczych jest korekta nierównowagi w gospodarce i zapewnienie stabilnego środowiska dla funkcjonowania podmiotów gospodarczych, co przyczynia się do zrównoważonego wzrostu gospodarczego.

---

<sup>28</sup> ESM (*European Stability Mechanism*) – to Europejski Mechanizm Stabilizacyjny.

## 5. Polityka makroostrożnościowa – wymiar instytucjonalny i rola banku centralnego

W okresie poprzedzającym wybuch globalnego kryzysu finansowego nadzór makroostrożnościowy stanowił istotne brakujące ogniwo w sieci bezpieczeństwa finansowego. Wielu autorów, w tym m.in. C. Goodhart<sup>29</sup>, podkreśla, że polityka monetarna i nadzór mikroostrożnościowy okazały się niewystarczające, a obnażona przez kryzys luka powinna zostać wypełniona poprzez utworzenie instytucji makroostrożnościowej (*macroprudential authority*). Przed wybuchem kryzysu finansowego jedynym narzędziem stosowanym na rzecz stabilności finansowej były publikowane przez banki centralne Raporty o Stabilności Finansowej (*Financial Stability Reviews*, FSR), ale i one – choć cenne – okazały się niewystarczająco efektywne. Mimo, że narastające nierównowagi i ryzyka były dość dobrze identyfikowane, w ślad za tym nie szły odpowiednie działania, gdyż banki centralne nie posiadały właściwych instrumentów. Wg C. Goodharta, instytucja makroostrożnościowa powinna posiadać uprawnienia do:

- zmiany struktury aktywów banku centralnego poprzez ujmowanie bądź wyłączenie należności od sektora prywatnego (zmiana wielkości bilansu banku centralnego to domena polityki pieniężnej),
- dostosowania wysokości określonych wskaźników (CARs, wskaźniki płynności, LTVs), by móc wpływać na zachowania pośredników finansowych,
- inicjatywy legislacyjnej w zakresie uregulowań fiskalnych i strukturalnych dotyczących pośredników finansowych oraz do wydawania opinii nt. propozycji legislacyjnych zgłaszanych przez inne podmioty.

Zgodnie z opinią C. Goodharta, instytucja makroostrożnościowa, jako niezależna od rządu, nie powinna być zaangażowana w działania naprawcze (*resolution*) banków, gdyż wymaga to najczęściej zaangażowania środków publicznych. Procedury dla działań zapobiegających kryzysom i dla zarządzania kryzysowego powinny zostać

<sup>29</sup> *The Macro-Prudential Authority: Powers, Scope and Accountability*, op.cit.

rozdzielone. Funkcja zapobiegania kryzysom powinna być, w sposób operacyjny niezależna, sprawowana przez bank centralny (np. instytucję makroostrożnościową działającą w jego ramach). Potrzebne jest wyraźne odgraniczenie, także na poziomie instytucjonalnym, fazy zapobiegania kryzysom od zarządzania kryzysem.

Z uwagi na to, że dostarczanie płynności jest podstawową funkcją banku centralnego i środkiem zapobiegania kryzysom, instytucja makroostrożnościowa powinna zostać utworzona pod egidą banku centralnego. To, czy nadzorca mikroostrożnościowy będzie również podlegał kontroli banku centralnego i instytucji makroostrożnościowej, czy zachowa niezależność, będzie zależało od preferencji krajowych i zgromadzonych doświadczeń. Dyskusyjna pozostaje kwestia, do których uprawnień powinno należeć regulowanie rynków finansowych. Proponuje się, by leżało ono w gestii zewnętrznej instytucji (*conduct of business regulator*). W kwestii odpowiedzialności za sprawowaną funkcję, wydaje się, iż najkorzystniejszym rozwiązaniem jest wprowadzenie *ex-ante* zestawu wskaźników (*set of presumptive indicators*), które – przy osiągnięciu danego poziomu – zobowiązywałyby instytucję makroostrożnościową do podjęcia działań zaradczych lub publicznego wyjaśnienia, dlaczego nie należy podejmować określonych działań. Zarządzanie kryzysowe powinno być natomiast w gestii ministerstwa finansów z uwagi na konieczność ewentualnej alokacji strat.

Przemyślenia C. Goodharta stanowią bardzo interesującą i jednocześnie ambitną próbę uporządkowania zagadnień związanych z nadzorem makroostrożnościowym, ale niestety materia jest na tyle złożona, że z trudem poddaje się próbom tak eleganckiej klasyfikacji. W szczególności, zaproponowany podział działań w zakresie struktury (stabilność finansowa) i wielkości bilansu banku centralnego (polityka pieniężna) dość szybko został negatywnie zweryfikowany przez działania Europejskiego Banku Centralnego, który w ramach programu skupu obligacji rządowych oraz poprzez operacje LTRO w bezprecedensowy sposób powiększył swoją sumę bilansową, choć ewidentnym celem tej operacji było wzmocnienie nadwyreżonej stabilności finansowej w strefie euro – zapewnienie finansowania suwerenów (przerwanie wzrostowego trendu rentowności obligacji państw peryferyjnych) oraz zapewnienie rolowania finansowania dla banków, które

borykały się z trudnościami w plasowaniu swoich zobowiązań na rynku. Podobnie, propozycja opracowania *ex ante* wskaźników ostrzegawczych może jedynie uspić czujność nadzorca makroostrożnościowego. Każdy kryzys jest inny, toteż wszelkie porównania i czy też tworzenia wspólnych wskaźników ostrzegawczych powinny być prowadzone bardzo ostrożnie. Przykładowo, jednym ze wskaźników mogłoby być z pewnością tempo wzrostu cen nieruchomości. Gdyby zastosować ten wskaźnik przed kryzysem np. w Niemczech, nie wygenerowałby on żadnego sygnału, gdyż ceny były w miarę stabilne a akcja kredytowa związana z finansowaniem nieruchomości bardzo umiarkowana. Niemniej, niemieckie banki uczestniczyły masowo w boomie kredytowym w USA, nabywając olbrzymie kwoty aktywów związanych z finansowaniem nieruchomości, co eksponowało je tak na ryzyko kredytowe, jak i na ryzyko płynności w USD, które pozyskiwały z rynku hurtowego. Nadzór niemiecki nie zareagował, bo też pozornie wszystko wydawało się w porządku i było zgodne z regulacjami.

Zagadnienia odpowiedniej organizacji instytucjonalnej nadzoru makroostrożnościowego doczekały się już wielu opracowań oraz stały się przedmiotem zbiorów „najlepszych praktyk”, opracowywanych przez MFW i FSB. Rekomendacje te są na tyle ogólne, że mogą zostać zastosowane w różnym układzie instytucjonalnym, ważne jest jednak przestrzeganie pewnych wspólnych zasad. Podejście ‘*one-size-fits-all*’, czyli stosowanie takich samych rozwiązań we wszystkich przypadkach, zostało zdecydowanie wykluczone, gdyż konieczne jest uwzględnienie wielu uwarunkowań instytucjonalno-prawnych, ekonomicznych, a także politycznych i historycznych.

Kierując się tymi wskazówkami, w celu domknięcia luki w nadzorze finansowym zaczęto powoływać instytucje nadzoru makroostrożnościowego, czego przykładem są Financial Stability Oversight Council w USA, czy Financial Policy Committee w Wlk. Brytanii. W Unii Europejskiej (UE) bodźcem do zmian instytucjonalnych stał się tzw. Raport de Larosiere<sup>30</sup>. W październiku 2008 r. przewodniczący Komisji Europejskiej powierzył grupie eksperckiej wysokiego szczebla, kierowanej przez

<sup>30</sup> *Report of the high-level group on financial supervision in the UE chaired by Jacques de Larosiere*, Brussels, 25 February 2009, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf)

Jacques'a de Larosiere, przygotowanie opracowania dotyczącego przyszłego kształtu regulacji i nadzoru nad sektorem finansowym w UE. W wyniku tych prac powstał raport opublikowany 25 lutego 2009 r. Zawierał on diagnozę przyczyn kryzysu finansowego oraz przedstawiał 31 szczegółowych rekomendacji, które dotyczą, m.in. nowej architektury nadzoru finansowego w UE, zmiany Nowej Umowy Kapitałowej, zarządzania kryzysowego, regulacji instrumentów strukturyzowanych i pochodnych oraz agencji ratingowych.

W opinii autorów Raportu, rozwiązania funkcjonujące w zakresie nadzoru nie były w stanie zapobiec wystąpieniu poważnego kryzysu finansowego, a jedną z istotnych przyczyn był brak adekwatności struktur nadzorczych, opartych na modelach krajowych do stopnia integracji rynków finansowych w UE i dużej liczby podmiotów działających transgranicznie. W wyniku tego nadzorcy zbyt fragmentarycznie oceniali ryzyka występujące w systemie finansowym - zabrakło perspektywy systemowej, całościowego ujęcia ryzyk. W Raporcie de Larosiere'a zaproponowano zatem reformę architektury nadzoru finansowego w UE opierając ją na dwóch filarach. Filar pierwszy - mikroostrożnościowy - tworzą trzy nowe sektorowe organy nadzorcze (*European Supervisory Authorities*, ESAs), które mają ze sobą współpracować za pośrednictwem Komitetu Wspólnego, a także krajowe organy nadzorcze. ESAs powstały w miejsce funkcjonujących dotychczas komitetów 3 szczebla (CEBS, CEIOPS, CESR), a ich zadaniem jest koordynacja wdrażania standardów nadzorczych oraz zagwarantowanie współpracy pomiędzy nadzorcami krajowymi. Co ważne, Raport rekomendował jednak pozostawienie dotychczasowego zakresu uprawnień i odpowiedzialności nadzorców krajowych. Filar drugi – makroostrożnościowy - tworzy Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego (*European Systemic Risk Council*, ESRB), która prowadzi analizy makroostrożnościowe. Do głównych zadań ESRB należy analizowanie istotnych informacji z punktu widzenia stabilności finansowej, identyfikowanie ryzyk systemowych i szeregowanie ich pod względem ważności. Na podstawie zidentyfikowanych ryzyk ESRB wydaje ostrzeżenia oraz zalecenia w sprawie działań zaradczych, które może kierować do całej Unii Europejskiej, państw członkowskich, Europejskich Urzędów Nadzoru (ESAs) oraz krajowych organów



nadzoru. Choć zalecenia ESRB nie są prawnie wiążące, to jednak nie mogą być zignorowane przez adresatów ze względu na wprowadzony mechanizm „act-or-explain”, zgodnie z którym adresat podejmuje rekomendowane działania lub przedstawia ESRB wyjaśnienie niezastosowania się do zalecenia. W związku z wydawanymi ostrzeżeniami i zaleceniami ESRB monitoruje realizację działań podejmowanych przez adresatów zaleceń. Kluczową rolę w sprawowaniu nadzoru makroostrożnościowego w UE odgrywają reprezentowane w ESRB: Europejski Bank Centralny oraz krajowe banki centralne, które dysponują odpowiednią wiedzą ekspercką i już obecnie w większym lub mniejszym stopniu odpowiadają za kwestie stabilności finansowej w poszczególnych państwach członkowskich.

Na poziomie unijnym Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego *"powinna być odpowiedzialna za sprawowanie nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym w Unii w celu przyczyniania się do przeciwdziałania ryzykom systemowym dla stabilności finansowej w Unii, które pojawiają się w związku z wydarzeniami w obrębie systemu finansowego, lub ograniczania tych ryzyk, z uwzględnieniem zmian natury makroekonomicznej, tak aby zapobiegać okresom rozpowszechnionego występowania trudności finansowych. ERRS przyczynia się do sprawnego funkcjonowania rynku wewnętrznego i tym samym zapewnia trwały wkład sektora finansowego we wzrost gospodarczy."*<sup>31</sup>.

W ten sposób ESRB zapełnia istotną lukę zidentyfikowaną w Raporcie Grupy de Larosièrè'a. Powstanie ESRB stanowi istotny krok na drodze do budowy struktury nadzoru makroostrożnościowego w UE, ale nie krok ostatni. Raport zalecał podjęcie działań zapewniających zachowanie stabilności, zarówno na poziomie europejskim jak i krajowym. Polityka makroostrożnościowa w UE potrzebna jest na różnych poziomach, zarówno na najwyższym szczeblu globalnego systemu finansowego, jak i na poziomie lokalnym. Zgodnie z zaleceniem 10 Raportu Grupy de Larosièrè'a: *"Komisja oraz Komitety poziomu 3 powinny identyfikować te narodowe wyjątki, których usunięcie usprawniłoby funkcjonowanie jednolitego rynku finansowego, zmniejszyłyby zakłócenia konkurencji oraz arbitraż regulacyjny, albo poprawiłoby*

<sup>31</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1092/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie unijnego nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym i ustanowienia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego.



*efektywność transgranicznej działalności finansowej w UE. Jednakże państwa członkowskie powinny mieć możliwość wprowadzenia bardziej rygorystycznych wymogów regulacyjnych, które uznają za odpowiednie do utrzymania stabilności finansowej w danym kraju, o ile przestrzegane są zasady rynku wewnętrznego oraz uznane standardy minimalne."*

W obecnych uwarunkowaniach, przy wysokim stopniu innowacyjności i integracji rynków i systemów finansowych granica pomiędzy tym co globalne albo unijne, a tym co lokalne uległa daleko idącemu zatarciu (tzw. bankowość islandzka stanowi tego jaskrawy przykład). Polityka makroostrożnościowa jest zatem potrzebna tak na szczeblu unijnym, jak i krajowym. W przypadku Unii Europejskiej integracja rynków finansowych jest wprawdzie motorem wzrostu, ale może ona również przyspieszać efekt zarażania. Utworzenie Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ESRB) było reakcją na rozpoznanie takich właśnie ryzyk. Cykle finansowe i gospodarcze w poszczególnych państwach członkowskich często się nie pokrywają, a struktura gospodarki i stopień rozwoju niekiedy bardzo istotnie się różnią. Z tego powodu odpowiedzią na zidentyfikowane zagrożenie w jednym z państw nie może być zastosowanie takich samych narzędzi w takim samym stopniu w całej Unii. Tworzenie krajowej polityki makroostrożnościowej jest szczególnie potrzebne w strefie euro, ponieważ jednolita polityka monetarna nie jest w stanie uwzględnić różnic w sytuacjach gospodarczych poszczególnych państw. Obecny kryzys – w Irlandii, Hiszpanii i innych krajach – jest dobrym przykładem na to, jak różnice w krajowych cyklach koniunkturalnych mogą przyczyniać się do generowania ryzyk o naturze systemowej.

Biorąc pod uwagę potrzebę powołania nadzorów makroostrożnościowych w państwach członkowskich UE ESRB wydała 22 grudnia 2011 roku "Zalecenie w sprawie mandatu makroostrożnościowego organów krajowych"<sup>32</sup>. ESRB zaleca, żeby państwa członkowskie UE desygnowały niezależne oraz odpowiedzialne organy makroostrożnościowe, które przyczyniałyby się do zapewnienia stabilności systemu finansowego jako całości. ESRB powinna, zgodnie ze swoimi zaleceniami,

<sup>32</sup> Zalecenie Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego z dnia 22 grudnia 2011 r. w sprawie mandatu makroostrożnościowego organów krajowych, ERRS/2011/03, [http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2011/ESRB\\_2011\\_3.pl.pdf?351eccf53fd91f53e83a62476138d42b](http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2011/ESRB_2011_3.pl.pdf?351eccf53fd91f53e83a62476138d42b).

wymagać od krajowych organów nadzoru działań mających na celu zapobieganie ryzykom systemowym lub zmniejszenie ich wpływu na realną gospodarkę. ESRB zidentyfikowała pewne minimalne cechy makroostrożnościowego mandatu organów krajowych, nie przesądzając jednakże o ich kształcie organizacyjnym i instytucjonalnym, podobnie jak i inne instytucje międzynarodowe, nie wskazując optymalnego modelu instytucjonalnej organizacji polityki makroostrożnościowej. Na podstawie publikacji Międzynarodowego Funduszu Walutowego<sup>33</sup>, Banku Rozrachunków Międzynarodowych<sup>34</sup> oraz Grupy G30<sup>35</sup> można sformułować wspólny zestaw rekomendacji dotyczących instytucjonalnej organizacji polityki makroostrożnościowej.

Tabela 2. Rekomendacje w zakresie instytucjonalnego sposobu zorganizowania polityki makroostrożnościowej

<p><i>Rekomendacja 1.</i> Polityka makroostrożnościowa powinna być powierzona instytucji centralnej lub formalnemu ciału kolegialnemu o zagwarantowanej niezależności. Formalna niezależność jest niezbędna w sytuacji, gdy instytucja odpowiedzialna za politykę makroostrożnościową ma podejmować niepopularne decyzje w krótkim okresie (np. wymagające od banków ograniczania ryzyka we wzrostowej fazie cyklu koniunkturalnego), tak aby zagwarantować stabilność finansową w długim okresie.</p>
<p><i>Rekomendacja 2.</i> Bank centralny powinien mieć zapewniony istotny wpływ na kształtowanie polityki makroostrożnościowej albo poprzez przejęcie formalnej odpowiedzialności za tę politykę, albo poprzez znaczący udział głosów w organie kolegialnym.</p>
<p><i>Rekomendacja 3.</i> Instytucja odpowiedzialna za politykę makroostrożnościową powinna mieć nadany klarowny mandat wraz z odpowiednimi kompetencjami do ich realizacji. Jest to niezbędne, aby decyzje miały odpowiednią moc prawną.</p>
<p><i>Rekomendacja 4.</i> Mandat w zakresie polityki makroostrożnościowej powinien łączyć się z adekwatnym zestawem instrumentów/narzędzi służących jego realizacji. Instrumenty te mogą być w swej podstawowej konstrukcji wykorzystywane dla innych celów (np. polityka mikroostrożnościowa) i wdrażane na poziomie operacyjnym przez inne, niż odpowiedzialna za politykę makroostrożnościową, instytucje (np. urząd nadzoru finansowego).</p>
<p><i>Rekomendacja 5.</i> Przyznanie instytucji odpowiedzialnej za politykę makroostrożnościową niezależności wymaga wyznaczenia reguł odpowiedzialności oraz właściwego poziomu transparentności w jej działaniach.</p>
<p><i>Rekomendacja 6.</i> Instytucja odpowiedzialna za politykę makroostrożnościową powinna mieć zapewniony dostęp do informacji i danych niezbędnych do identyfikacji ryzyk dla stabilności finansowej, również danych dotyczących indywidualnych podmiotów finansowych.</p>

<sup>33</sup> *Central Banking Lessons from the Crisis*, IMF, May 2010.

<sup>34</sup> *Practical approaches to designing and conducting macroprudential policy*, BIS, December 2010.

<sup>35</sup> *Enhancing Financial Stability and Resilience: Macroprudential Policy, Tools, and Systems for the Future*, G-30, October 2010.

*Rekomendacja 7.*

Instytucja taka powinna również dysponować odpowiednim warsztatem analitycznym. Bazą powinny być informacje i narzędzia analityczne używane dotychczas na potrzeby sporządzania przez banki centralne raportów o stabilności. Techniki analizy w tym zakresie powinny podlegać dalszemu rozwojowi.

*Źródło: Polityka makroostrożnościowa, mimeo, NBP, 2011.*

W aspekcie instytucjonalnym szczególnie ważna jest rekomendacja 2, która wskazuje, iż bank centralny powinien odgrywać kluczową rolę w polityce makroostrożnościowej. Banki centralne są instytucjami o zagwarantowanej prawnie i utrwalonej niezależności, posiadają odpowiednie doświadczenie oraz ugruntowany autorytet wśród instytucji publicznych. Większość banków centralnych w UE (w tym również NBP) ma w swoich ustawach wpisane zadanie wspierania stabilności finansowej – dodanie mandatu w zakresie polityki makroostrożnościowej byłoby naturalnym dopełnieniem tych zapisów.

Występuje też (omówiona już) wzajemna silna współzależność pomiędzy polityką monetarną i stabilnościową. Na potrzeby realizacji polityki pieniężnej banki centralne posiadają rozwinięty warsztat analityczny oraz zasoby kadrowe umożliwiające analizy gospodarki realnej, rynków finansowych i systemu finansowego. Prowadzą też badania, których wyniki są niezbędne do analizy nowych zjawisk ekonomicznych oraz dysponują wiedzą ekspercką nt. rynku finansowego. Co więcej, banki centralne już od lat 90. XX w. specjalizują się w analizie stabilności finansowej, w skali całego systemu oraz przygotowują raporty o stabilności finansowej. Wraz z zaangażowaniem w analizy makroostrożnościowe banki centralne rozwijały także politykę informacyjną w tym zakresie i stawały się coraz bardziej transparentne. Wysoki poziom transparentności banków centralnych i doświadczenie w tym zakresie jest również wynikiem realizacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. W UE powierzenie bankom centralnym uprawnień w zakresie prowadzenia polityki makroostrożnościowej w poszczególnych krajach gwarantuje na poziomie lokalnym spójność ze strukturą Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego, w której przedstawiciele banków centralnych mają decydujący głos. Ponadto, również dotychczasowe doświadczenia Wielkiej Brytanii, USA i Unii Europejskiej pokazują, że rozwiązania instytucjonalne dotyczące polityki makroostrożnościowej zakładają przyznanie

kluczowej roli właśnie bankowi centralnemu. Wszystkie te cechy desygnują bank centralny do odgrywania decydującej roli w sprawowaniu nadzoru makroostrożnościowego, co niemalże automatycznie pozwala na realizację wskazanych powyżej rekomendacji.

Powierzenie bankowi centralnemu kluczowej roli nie musi być równoznaczne z uzyskaniem przez niego wyłącznego mandat makroostrożnościowego. Jednym ze skutecznych rozwiązań może być także powierzenie funkcji makroostrożnościowych powołanemu specjalnie w tym celu ciału kolegialnemu. Ważne, aby zapewniona była w nim kluczowa rola banku centralnego. Zbliżone rozwiązania zawiera rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady Unii Europejskiej, na mocy którego została powołana właśnie Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego.

Wydaje się, że takie rozwiązanie może być korzystne w sytuacji, gdy nadzór mikroostrożnościowy nie jest usytuowany w banku centralnym, jak ma to miejsce m.in. w Polsce. Z jednej strony mamy Komisję Nadzoru Finansowego (KNF), organ niezależny i kolegialny. KNF dysponuje instrumentami, które w znacznej mierze mogą być wykorzystane także jako narzędzia nadzoru makroostrożnościowego. Z drugiej strony mamy NBP, niezależny bank centralny, który – zgodnie z najlepszymi praktykami i rekomendacjami instytucji międzynarodowych – powinien pełnić kluczową rolę w polityce makroostrożnościowej. Te dwie instytucje, z uszanowaniem swojej niezależności, muszą koordynować działania, identyfikować ryzyka, wykorzystywać instrumenty w celu ograniczania ryzyk i wreszcie wyjaśniać swoją politykę szerokiej publiczności. Organ kolegialny utworzony pod egidą banku centralnego mógłby takie zadania sprawnie realizować. Rozwiązanie takie wymaga wypracowania szczegółowej regulacji, przy czym przeanalizowania wymaga jednak bardzo wiele aspektów, w tym uwarunkowań prawnych i instytucjonalnych. Praca nad rozwiązaniami dotyczącymi nadzoru makroostrożnościowego nie jest zadaniem trywialnym, wymaga wielowątkowej dyskusji i przeanalizowania wielu alternatywnych, szczegółowych rozwiązań. Również w krajach Unii Europejskiej tworzone są także wstępne rozwiązania oparte na różnych modelach instytucjonalnych i nie ma w tym zakresie gotowych recept. Szersze omówienie tego zagadnienia wykracza poza ramy tego opracowania i wymagałoby oddzielnej

monografii. Pewne pozostaje, że w Polsce instytucja nadzoru makroostrożnościowego musi zostać powołana i w naszym najlepiej pojętym interesie leży, by był to nadzór skuteczny.

## 6. Instrumenty polityki makroostrożnościowej<sup>36</sup>

Politykę mikro- i makroostrożnościową łączy nie tylko obszar zainteresowań, czyli stabilność finansowa, ale i stosowane narzędzia. Większość z nich jest już bowiem wykorzystywana przez nadzór mikroostrożnościowy i po nie też sięga nadzór makroostrożnościowy. W obszarze tym mieszczą się wskaźniki, które wpływają na wysokość kapitałów banków czy też na warunki udzielania kredytów.

Zacznijmy zatem od wymogów kapitałowych i wag ryzyka, po które od dawna sięga polski nadzór mikroostrożnościowy dla zapewnienia stabilnego funkcjonowania poszczególnych banków. Dlatego właśnie wymogi kapitałowe dla kredytów mieszkaniowych w walutach zagranicznych, i słusznie, są wyższe niż w złotych. To jest jeden cel, ale można też pójść krok dalej i dokładnie te same instrumenty z dodatkowym narzutem wykorzystać do kształtowania zachowań całego sektora bankowego. W ten oto sposób płynnie (a może nawet niepostrzeżenie) wkraczamy w obszar polityki i nadzoru makroostrożnościowego.

Podobne zasady rządzą wykorzystaniem niezwykle przydatnych instrumentów określających kryteria udzielania kredytów, wśród których należy wymienić zwłaszcza współczynnik kredytu do wartości zabezpieczenia: LtV (*loan to value*) oraz zadłużenia (kosztów jego obsługi) do dochodu kredytobiorcy: D(S)tI (*debt (service) to income*). Jeśli na współczynnik LtV spojrzymy z perspektywy kredytodawcy, to jest on stosowany po to, aby bank miał możliwość zabezpieczenia swoich wierzytelności, gdy zmaterializuje się ryzyko kredytowe. Tu jednak nie kończą się możliwości jego stosowania. Przy wprowadzeniu limitu maksymalnego LtV na wystarczająco restrykcyjnym poziomie ujawniają się wówczas jego zalety jako instrumentu ograniczającego akcję kredytową na poziomie makro, ponieważ część potencjalnych kredytobiorców nie jest wtedy w stanie dostarczyć wkładu

<sup>36</sup> W niniejszej części autor porusza jedynie wybrane zagadnienia dotyczące instrumentów makroostrożnościowych. Więcej na ten temat w opracowaniach: C. Lim, F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel, X. Wu, *Macroprudential policy: What instruments and how to use them? Lessons from country experiences*, IMF Working Paper WP/11/238, October 2011, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11238.pdf> oraz *Instruments of macroprudential policy, Discussion Paper*, Bank of England, December 2011, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/financialstability/discussionpaper111220.pdf>.

własnego, tym samym ograniczamy dynamikę akcji kredytowej, a także dodatkowo, wzmacniamy odporność systemu na szoki, bo kredyty mają lepsze zabezpieczenia. Podobne zalety dla polityki ostrożnościowej ma wskaźnik D(S)tI. Jest to instrument wykorzystywany w rekomendacji S II, który został wprowadzony, aby uporać się z zagrożeniami, jakie stwarzają dla stabilności banków i całej gospodarki kredyty walutowe.

Już z tego pobieżnego przeglądu jasno wynika, że trudno podać jednoznaczne rozróżnienie między instrumentami mikro- i makroostrożnościowymi (za wyjątkiem bufora antycyklicznego, o czym za chwilę), a w zakresie makroostrożnościowym – pomiędzy instrumentami oddziałującymi w kierunku wzmocnienia odporności systemu finansowego a instrumentami ograniczającymi ryzyka. W tej drugiej grupie z kolei trudno także o klarowny podział instrumentów według kryterium oddziaływania na ryzyka o charakterze strukturalnym (oddziałujące na ryzyka wynikające z dystrybucji ryzyka w systemie finansowym, koncentracji etc.) i ryzyka cykliczne (związane z cyklem kredytowym i – szerzej – koniunkturalnym).

Systematyzując nieco, można podjąć próbę wyróżnienia kilku zasadniczych obszarów oddziaływania (celów pośrednich)<sup>37</sup> polityki makroostrożnościowej i przypisania im typowych instrumentów.

Po pierwsze, ograniczaniu nadmiernej akcji kredytowej i dźwigni finansowej mogą służyć przede wszystkim: nakładanie wyższych wymogów kapitałowych (antycykliczny oraz strukturalny bufor kapitałowy, wyższe wagi ryzyka na ekspozycje sektorowe), limit na poziom dźwigni finansowej, LtV, D(S)tI.

Po drugie, ograniczaniu i zapobieganiu niedopasowaniu terminów zapadalności (*maturity mismatch*) mogą służyć wymogi takie jak: współczynnik pokrycia płynnościowego (LCR<sup>38</sup>), limitowanie wysokości kredytów do depozytów, długoterminowe współczynniki płynności (tj. projektowany NSFR<sup>39</sup>).

<sup>37</sup> Houben A., van der Molen R., Wierts P., *Making macroprudential policy operational*, Revue de Stabilité financière 2012, Banque Centrale de Luxembourg, [http://www.bcl.lu/fr/publications/bulletins\\_bcl/RSF\\_2012/RSF\\_2012\\_Chapitre\\_1.pdf](http://www.bcl.lu/fr/publications/bulletins_bcl/RSF_2012/RSF_2012_Chapitre_1.pdf).

<sup>38</sup> LCR (*Liquidity Coverage Ratio*) – to wprowadzony przez Trzecią Umowę Kapitałową, tzw. Bazyleę III, wskaźnik płynności krótkoterminowej.

<sup>39</sup> NSFR (*Net Stable Funding Ratio*) – to wprowadzony przez Trzecią Umowę Kapitałową, tzw. Bazyleę III, wskaźnik płynności długoterminowej.



Po trzecie, ograniczaniu nadmiernej koncentracji ekspozycji mogą służyć: poszerzone obowiązki informacyjne, ograniczenia ilościowe na ekspozycje (limity koncentracji), obowiązek rozliczeń przez centralnego partnera rozliczeniowego (*central counterparty*, CPP - obowiązek taki dla wybranych klas instrumentów pochodnych będzie nakładać projektowane rozporządzenie PE i Rady, tzw. EMIR<sup>40</sup>).

Po czwarte, wzmocnieniu odporności systemu mogą służyć: dodatkowe wymogi kapitałowe, w tym na instytucje systemowo ważne (*systemically important financial institutions*, SIFIs), tworzenie planów restrukturyzacji, ustanowienie reżimów i instytucji uporządkowanej likwidacji banków (co powinno zmniejszać skłonność do podejmowania nadmiernego ryzyka) oraz reżimów gwarantowania depozytów z właściwym odzwierciedleniem ryzyka w ponoszonym przez banki w opłatach. Dwie z ostatnio wymienionych instytucji powinny być wyposażone w odpowiednie fundusze *ex ante*.

Powyższa klasyfikacja jest z konieczności daleka od doskonałości. Z natury rzeczy bowiem prawie każdy z wymienionych instrumentów może silnie oddziaływać na inne obszary, niż jeden z czterech, któremu został bezpośrednio przyporządkowany. Instrumenty te mają ponadto podobne zastosowanie tak w przypadku węższego, ograniczonego do stabilności systemu finansowego, mandatu polityki makroostrożnościowej, jak i do mandatu szerszego, uzupełnionego o redukcję nadmiernych nierównowag makroekonomicznych. Potrzebne są odpowiednia analiza ryzyk i doświadczenie dotyczące reakcji systemu finansowego na użycie i kalibrację poszczególnych instrumentów, aby skutecznie osiągać cele przy możliwie niskich kosztach. Polityka makroostrożnościowa jest jednak całkiem nowym rodzajem podejścia do stabilności systemu finansowego i siłą rzeczy brakuje niezbędnych doświadczeń, w pewnym sensie wkraczamy na nieznane terytorium. Otwiera to nowy w znacznej mierze obszar badawczy obejmujący analizę doświadczeń własnych i innych krajów oraz próby modelowania reakcji systemu finansowego i gospodarki na użycie poszczególnych instrumentów

<sup>40</sup> *Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories*, <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=REPORT&reference=A7-2011-0223&language=EN>.



makroostrożnościowych. Zgodnie z wyżej przedstawioną argumentacją, zadanie to zostanie najprawdopodobniej podjęte w pierwszym rządzie przez banki centralne. Część z instrumentarium makroostrożnościowego była już wykorzystywana, stąd analizy te mogą być łatwiejsze. Dotyczy to zwłaszcza wag ryzyka i limitów LtV i D(S)tI. Inne natomiast są zupełnie nowe. Dotyczy to m.in. antycyklicznego bufora kapitałowego, zaproponowanego przez Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego w standardowej wysokości od 0 do 2,5 procent, który ma także swoje odzwierciedlenie w projektowanej dyrektywie PE i Rady - CRD IV. Bufor ten jest skonstruowany z myślą o zapobieganiu narastaniu niestabilności w gospodarce, m.in. w czasach boomu kredytowego. Podwyższenie wymogów kapitałowych powinno prowadzić do wzrostu kosztu kredytu, a tym samym do ograniczenia jego podaży. Można się zastanawiać czy maksymalny próg 2,5 procent nie jest zbyt niski, skoro np. w Unii Europejskiej mamy tak duże zróżnicowanie sytuacji ekonomicznej w poszczególnych krajach. Po drugie, aby bufor antycykliczny mógł spełnić swoją rolę, musi być honorowana w pełni zasada wzajemności. Oznacza to, że nadzory w krajach macierzystych dla zagranicznych banków muszą zadbać, aby przestrzegały one tego typu regulacji w działalności ich banków-córek. W przeciwnym razie możemy mieć do czynienia ze zjawiskiem arbitrażu regulacyjnego. Podmioty, na które nałożono wyższy wymóg kapitałowy, znalazłyby się od razu w gorszej sytuacji wobec zagranicznych konkurentów, którzy takiego wymogu nie muszą przestrzegać (np. działając poprzez oddział instytucji kredytowej, który nie podlega nadzorowi kraju goszczącego). Na ten aspekt szczególną uwagę zwraca w swoich pracach ESRB.<sup>41</sup> Warto też zauważyć, że antycykliczny bufor kapitałowy nie jest z pewnością instrumentem uniwersalnym. Jego wykorzystanie z pewnością może obniżyć ryzyko nadmiernej akcji kredytowej. Jeśli ryzyka systemowe spowodowane

---

<sup>41</sup> Dobrym przykładem jest historycznie pierwszy zestaw zaleceń wydanych przez ESRB we wrześniu 2011 roku, dotyczący kredytów walutowych. Spośród siedmiu rekomendacji w tej sprawie, ostatnia mówi o zasadzie wzajemności. Stanowi ona, że jeżeli jeden regulator wprowadzi obostrzenia w stosunku do akcji kredytowej w walutach obcych, to regulatorzy w pozostałych krajach wspólnoty są zobowiązani przestrzegać ich wykonania przez podległe sobie podmioty w odniesieniu do działalności na rynku objętym tymi dodatkowymi restrykcjami. Działając zatem na rynku, na którym obowiązuje obostrzenie (np. limit LtV), trzeba tego obostrzenia przestrzegać, niezależnie od formy prowadzenia działalności, także przez oddział instytucji kredytowej lub transgranicznie.

będą jednak innymi czynnikami, wówczas zastosowanie antycyklicznego bufora kapitałowego z pewnością nie będzie ani wystarczające ani proporcjonalne.

W wielu krajach przed kryzysem nie stosowano wymogów płynnościowych (Polska jest tu chlubnym wyjątkiem), stąd także wpływ wprowadzenia wiążących norm LCR i NSFR na akcję kredytową i gospodarkę jest trudny do określenia. Transformacja zapadalności jest podstawą działalności banków. Obecny kryzys pokazuje jednak, jak nadmierna transformacja może zagrozić całemu sektorowi bankowemu, poprzez wywołanie niepewności co do płynności i wiarygodności kredytowej pozostałych podmiotów w sektorze bankowym i systemie finansowym. Płynność banków i możliwość pozyskiwania przez nie kapitałów również podlegają antycyklicznym wahaniom. Organy nadzorcze mogą z tego powodu wymagać wykorzystywania instrumentów zwiększających odporność banków na wahania koniunktury. Bilans korzyści i kosztów takiego działania wymaga jednak pogłębionych analiz.

Kolejnym nowym instrumentem jest limitowanie dźwigni finansowej. Wielkość systemu bankowego w stosunku do gospodarek narodowych w ostatnich dekadach znacznie wzrosła. Okazało się to być czynnikiem niezwykle destabilizującym zwłaszcza dla małych, otwartych gospodarek i systemów finansowych. Wskaźniki lewarowania mają na celu ograniczenie nadmiernego wzrostu sum bilansowych, który pojawia się w okresach dobrej koniunktury. Mogą być także wykorzystywane jako dodatkowe uzupełnienie wskaźników adekwatności kapitałowej, jeśli banki optymalizują swoje portfele w celu zmniejszenia aktywów ważonych ryzykiem. Wskaźniki lewarowania mogą być wykorzystywane jako narzędzia antycykliczne. Ich efektywność oraz koszty dla gospodarki także wymagają pogłębionego badania. W sektorze finansowym banki współpracują również z podmiotami niebankowymi, przez co są bezpośrednio narażone na ryzyka występujące w sektorze pozabankowym, a szczególnie w instytucjach nieregulowanych. Z tego względu, konieczne może być skonstruowanie instrumentów będących odpowiedzią na specyficzne ryzyka, zwłaszcza w sektorze tzw. *shadow banking*.

Równie ważne jest rozłożenie ryzyka w systemie finansowym. Ostatni kryzys pokazał jak łatwo i szybko ryzyka mogą być przenoszone wewnątrz systemu,

zwłaszcza pomiędzy sektorem regulowanym i nieregulowanym (np. *shadow banking*). Organy makroostrożnościowe powinny posiadać przynajmniej możliwość zalecania zwiększenia zakresu regulacji w obszarach, w których jest to konieczne.

Strukturalna integralność systemu zależy w dużym stopniu od jakości i odporności tworzącej go infrastruktury. Często infrastruktura ta jest kluczowym absorbentem szoków. Z tego powodu organy regulacyjne muszą być w stanie wymóc stosowanie infrastruktur takich jak centralny partner rozliczeniowy (CPP) do przeprowadzania działań, które w innym przypadku skutkowałyby nieprzejrzystą i niepewną ekspozycją wobec kontrahenta. Warto zauważyć, że ryzyko kredytowe nie znika, a zostaje przeniesione na CCP. Tworzy się w ten sposób instytucje systemowo krytyczne, które koncentrują rozproszone dotychczas ryzyko. Wymaga to odpowiedniej regulacji oraz stosownego wyposażenia kapitałowego tych instytucji.

Polityka makroostrożnościowa musi ponadto zapewnić odpowiednie odwzorowanie zagrożeń systemowych w standardach i praktykach zarządzania ryzykiem stosowanych przez kluczowe instytucje infrastruktury, ograniczając w tych standardach czynniki procykliczne, które zarówno zwiększają amplitudy cykli, jak i dają podstawy do obaw o odporność na szoki. Minimalne wartości depozytów zabezpieczających i buforów zabezpieczeń (*haircut requirements*) zastosowane na nieregulowanym rynku (OTC) instrumentów pochodnych stanowią jedno z istotnych wyzwań. Organy makroostrożnościowe powinny mieć uprawnienia do zwiększania minimalnych wymogów i zapobiegania narastaniu ryzyk.

Nieprzewidywalny charakter ryzyk i sposób, w jaki mogą one ewoluować w warunkach globalizacji i innowacji oznacza, że katalog dostępnych narzędzi makroostrożnościowych musi pozostawać szeroki i otwarty. Pozwoli to na przeprowadzanie działań wyprzedzających w odpowiednio dobrany sposób, zwiększając tym samym szanse na odpowiednio wczesne ograniczenie ryzyk przy jednoczesnym ograniczaniu kosztów makroekonomicznych takich działań. Stąd też wspomniane tutaj instrumenty, chociaż są ważnymi składnikami pakietu działań makroostrożnościowych, nie mogą być traktowane jako katalog zamknięty. Należy też przeciwstawiać się jakimkolwiek ograniczeniom regulacyjnym w stosowaniu

instrumentów makroostrożnościowych. Jak pokazały najnowsze doświadczenia, koszty kryzysu są bowiem zbyt wysokie.

Polityka makroostrożnościowa jest częścią globalnych reform dotyczących całego sektora finansowego. O ile obecne analizy przedstawiają ich ograniczony wpływ w długim okresie (np. Bazylea III) oraz ich długi okres przejściowy, o tyle ich skumulowany wpływ na gospodarkę wciąż nie jest znany. Tego rodzaju problemy powinny jednakże zostać zestawione z korzyściami płynącymi z obniżenia prawdopodobieństwa wystąpienia w przyszłości kryzysów systemowych. Pomimo krótkookresowych kosztów polityki makroostrożnościowej, zapewnienie sukcesu działań makroostrożnościowych w średnim i długim okresie leży w interesie sektora finansowego, ponieważ stabilność finansowa jest niezbędnym warunkiem do utrzymania publicznego zaufania do sektora finansowego. Zmniejszenie ryzyka w sektorze bankowym wpisuje się w ważny globalny trend prób zmierzenia się z przyczynami obecnego kryzysu. Przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe muszą mieć dostęp do szerokiej oferty usług finansowych. W przyszłości podatnicy nie mogą być zmuszani do przyjmowania obciążeń w postaci podnoszenia podatków, wzrostu bezrobocia czy zmniejszenia świadczeń publicznych, jak to miało miejsce podczas ostatniego kryzysu.

Powyższe przykłady pokazują, że wiele z proponowanych instrumentów i rozwiązań nie zostało dotychczas przetestowanych w gospodarkach rozwiniętych. Tworzenie nowych organów oraz instrumentów w Stanach Zjednoczonych oraz Europie odbywa się równocześnie, przez co niemożliwe jest korzystanie z wzajemnych doświadczeń. Pewne doświadczenia jednak istnieją. W przeciągu ostatniej dekady na rynkach rozwijających się często stosowano narzędzia polityki makroostrożnościowej, w niektórych przypadkach bardzo skutecznie. Jednakże z powodu różnic w uwarunkowaniach ekonomicznych (takich jak systemy kursów walutowych, zasady przepływu kapitału itp.) wiele z tych doświadczeń nie może zostać bezpośrednio zastosowanych w UE. Dlatego też wydaje się, że nowe instrumenty makroostrożnościowe powinny być wprowadzane stopniowo. Trudne, ale pożądane wydaje się jasne określenie, które elementy polityki makroostrożnościowej powinny opierać się na zgodności z przepisami (np.

minimalne wymogi kapitałowe), a które powinny pozostawać do uznania organów nadzoru. Jeśli działania władz mają dotrzymać kroku zmianom wynikającym z przeobrażania się ryzyk i innowacyjności sektora finansowego, konieczne może być pozostawienie znacznego zakresu decyzji w gestii organów nadzoru (przynajmniej w przypadku niektórych instrumentów). Ponieważ narzędzia te mają wpływ na całą gospodarkę, działania makroostrożnościowe muszą być też przejrzyste i klarownie wyjaśniane szeroko pojętej opinii publicznej, a wprowadzające je organy muszą być gotowe wziąć za nie odpowiedzialność.

Mechanizm transmisji narzędzi polityki makroostrożnościowej może być długi, co oznacza, że pomiędzy użyciem danego instrumentu a zaobserwowaniem jego wpływu na dane ryzyko może upłynąć dużo czasu. Stąd też są one bardziej odpowiednie raczej do zapobiegania kryzysom czy do wyprzedzającego wzmocnienia odporności w średnim okresie, niż do szybkiej reakcji na nagłe szoki.

Ważna jest również kwestia ułomnej symetryczności instrumentów makroostrożnościowych. Mogą być one bardziej skuteczne w sytuacjach wymagających zaostrzenia stopnia restrykcyjności polityki makroostrożnościowej, niż gdy zachodzi potrzeba jego złagodzenia. Organy stosujące tego typu narzędzia muszą mieć pełną tego świadomość. Zacieśnienie polityki powinno przyczynić się co najmniej do zwiększenia odporności sektora finansowego, umożliwiając mu tym samym lepsze absorbowanie wahań cykli finansowych, dzięki czemu zakłócenia w świadczeniu usług finansowych na rzecz gospodarki będą mniej prawdopodobne lub mniej odczuwalne.

Prowadzenie polityki makroostrożnościowej wymaga wreszcie dobrej koordynacji działań między różnymi organami, zwłaszcza w tych przypadkach, gdzie wykonywanie zaleceń makroostrożnościowych zostało powierzone organom mikroostrożnościowym. Sektor finansowy nie może być regulowany podwójnie, na poziomie makro i mikro. ESRB jest kluczowym ośrodkiem koordynacji w Unii Europejskiej. W poszczególnych krajach rolę taką powinny przejąć dedykowane instytucje. Już dziś wiemy, że usytuowanie, skład i mandat tych instytucji będzie w UE heterogeniczny.

Na zakończenie tych rozważań warto wspomnieć, że przy wychodzeniu z obecnego kryzysu konieczne będzie nie tylko utworzenie nowego zestawu narzędzi polityki makroostrożnościowej, ale również ponowna ocena skuteczności niektórych modeli biznesowych. Przykładowo, w ciągu ostatnich lat wysokość zadłużenia, dźwignia finansowa oraz zależność pośredników finansowych od banków centralnych - zarówno w wymiarze krajowym jak i międzynarodowym - wzrosła do niespotykanego dotąd poziomu. Dlatego też, inicjatywa Komisji Europejskiej utworzenia pod przewodnictwem Prezesa Banku Finlandii tzw. Grupy Liikanena<sup>42</sup>, która miałaby analizować możliwe ścieżki reform sektora bankowego, wydaje się jak najbardziej pożądana.

---

<sup>42</sup> Komisja Europejska powołała w lutym 2012 r. grupę wysokiego szczebla pod przewodnictwem prezesa Banku Finlandii, Erkki'a Liikanen'a, która ma przeanalizować możliwe reformy strukturalne europejskiego sektora bankowego w celu wzmocnienia stabilności finansowej – por. *High-level Expert Group on possible reforms to the structure of the EU banking sector*, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/group\\_of\\_experts/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/group_of_experts/index_en.htm)

## 7. Polityka makroostrożnościowa a jednolity rynek w Unii Europejskiej

W następstwie kryzysu jasne stało się nie tylko to, że zabrakło nadzoru o charakterze systemowym, ale także to, że regulacje mikroostrożnościowe były dalece niewystarczające, w szczególności w zakresie adekwatności kapitałowej. Banki utrzymywały kapitały nieadekwatnie niskie w relacji do skali ponoszonego ryzyka. Stało się to bodźcem do podjęcia przez Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego decyzji zmierzających do usunięcia zidentyfikowanych istotnych luk w regulacjach. Komitet Bazylejski wprowadził istotne modyfikacje do swoich standardów poprzez tzw. Trzecią Umowę Kapitałową (Bazylea III), uzgodnioną w 2010 r. i ostatecznie zatwierdzoną w czerwcu 2011 r. Standardy Komitetu Bazylejskiego mają charakter międzynarodowych wytycznych, które ujednolicają minimalne wymogi nadzorcze w sektorze bankowym. Nowe wymogi mają być wprowadzane stopniowo, od 2013 roku do 2019 r. Międzynarodowa praktyka przenoszenia zobowiązań bazylejskich do krajowych przepisów prawa jednoznacznie wskazuje na możliwość stosowania ostrzejszych norm nadzorczych aniżeli przewidują to standardy. Rekomendacje Komitetu mają nadal charakter głównie mikroostrożnościowy (istotne zaostrenie wymogów kapitałowych), zawierają jednak także ważne elementy makroostrożnościowe.

Kluczowymi elementami porozumienia bazylejskiego zawartego we wrześniu 2010 r. są<sup>43</sup>:

- podniesienie wymogów dotyczących jakości kapitałów,
- podwyższenie minimalnych wymogów kapitałowych,
- wprowadzenie dodatkowych buforów kapitałowych zapewniających odpowiednią nadwyżkę kapitału na czas kryzysu,
- wprowadzenie dodatkowych buforów zapobiegających nadmiernej akcji kredytowej w okresie koniunktury (bufor antycykliczny),

<sup>43</sup> Tekst Trzeciej Umowy Kapitałowej można znaleźć na stronie Bazylejskiego Komitetu ds. Nadzoru Bankowego: <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>.

- objęcie wymogami kapitałowymi Filara I wszystkich głównych rodzajów ryzyka,
- ograniczenie dźwigni finansowej,
- wdrożenie jednolitych regulacyjnych miar krótko- i długoterminowej płynności.

Trzecia Umowa Bazylejska ma zostać przeniesiona do prawa europejskiego przepisami *Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie warunków podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi (CRD IV)* oraz *Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (CRR)*, których projekty ukazały się w lipcu 2011 r.<sup>44</sup>. Nowe regulacje unijne będą obowiązywały wprost (CRR) lub też będą musiały zostać wprowadzone do polskiego porządku prawnego (CRDIV) i być stosowane przez banki w Polsce. Wprowadzenie norm ostrożnościowych do prawa europejskiego w drodze Rozporządzenia UE ma kolosalne znaczenie dla państw członkowskich. Traktat o funkcjonowaniu UE, w art. 288 określa, iż rozporządzenia UE mają zasięg ogólny (obowiązują w całej Unii), wiążą podmioty regulowane ich przepisami w całości i są bezpośrednio stosowane we wszystkich państwach członkowskich. Projektowane rozporządzenie CRR wprowadza tzw. maksymalną harmonizację norm ostrożnościowych w całej UE, nie pozwalając na bardziej restrykcyjne uregulowanie lokalnych wymogów stawianych podmiotom nadzorowanym. W tej wersji projekt Rozporządzenia uniemożliwia stosowanie elastycznych, ostrzejszych norm ostrożnościowych podnoszących odporność lokalnego rynku na czynniki ryzyka, które mogą pojawiać się w danym kraju. Tym samym projekt Rozporządzenia ogranicza możliwość efektywnego stosowania narzędzi nadzorczych w odpowiedzi na ryzyka materializujące się na lokalnym rynku<sup>45</sup>.

<sup>44</sup> Teksty propozycji Dyrektywy (CRDIV) oraz Rozporządzenia (CRR) można znaleźć na stronie Komisji Europejskiej: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/regcapital/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/index_en.htm).

<sup>45</sup> W momencie zamykania pracy nad niniejszym artykułem pakiet regulacyjny CRR/CRDIV nie został jeszcze ostatecznie ukończony, w związku z tym trudne jest dokonanie oceny jak bardzo nowe



Od lipca 2011 r. projekty CRD IV i CRR są przedmiotem negocjacji prowadzonych w Radzie UE i Parlamencie Europejskim. Ich pierwotna wersja nie uwzględniała, poza nielicznymi wyjątkami, żadnych możliwości odstępstwa od przyjętych w regulacjach kalibracji parametrów – zgodnie z zasadą maksymalnej harmonizacji. Jedynie Komisja Europejska miałaby wedle tej propozycji zyskiwać uprawnienie do bardzo ograniczonego czasowego zaostrzenia niektórych wymogów dla wybranych sektorów lub jurysdykcji. Zgodnie z oficjalną argumentacją takie podejście ma na celu ograniczenie konkurencyjnego arbitrażu regulacyjnego oraz forsowanie jednolitych warunków działania instytucji finansowych na całym terytorium UE, a przez to ma stworzyć ramy dla wspólnego rynku. Koncepcja ta wyklucza jednak prowadzenie polityki makroostrożnościowej poprzez stosowanie wyższych wymogów kapitałowych i jest tym samym sprzeczna z przesłaniem porozumienia bazylejskiego, które zaleca możliwość zaostrzenia standardów przez lokalnych nadzorców powyżej zalecanego minimum. Propozycja Komisji Europejskiej została mocno skrytykowana przez rządy niektórych krajów<sup>46</sup>, a także przez nadzory i banki centralne, zwłaszcza krajów goszczących (w których operują głównie podmioty zależne banków mających siedzibę w innym kraju UE). Także Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego podkreśla konieczność zapewnienia nadzorcom krajowym odpowiedniej swobody w dostosowywaniu wymogów w celu wczesnego zapobiegania akumulacji ryzyka systemowego - z własnej inicjatywy lub z inicjatywy ESRB. Rada Generalna ESRB wezwała do wprowadzenia do CRDIV/CRR nowego artykułu umożliwiającego państwom członkowskim podejmowanie działań makroostrożnościowych, zgodnie z obowiązującymi w UE ramami bezpieczeństwa. W wyniku silnego ścierania się poglądów, projekty regulacyjne podlegają ewolucji w kierunku większego uwzględnienia potrzeby elastycznego kształtowania warunków działania banków w zależności od specyfiki danego rynku. Ustanowienie jednolitych standardów regulacyjnych w UE, jednolitych definicji sposobu wyliczania norm nadzorczych, wspólnego zakresu

---

regulacje unijne będą ograniczać swobodę działania organów krajowych dla celów polityki makroostrożnościowej.

<sup>46</sup> Por. list z dnia 19 maja 2011 r. skierowany do Komisarzy Michel'a Barnier'a i Olli'ego Rehn'a podpisany przez ministrów finansów siedmiu krajów UE tj. Bułgarii, Estonii, Litwy, Słowacji, Hiszpanii, Szwecji i Wielkiej Brytanii.

raportowania i standardów technicznych z pewnością zasługują na poparcie, gdyż ułatwią nie tylko integrację rynku, ale także ocenę ryzyk ponoszonych przez poszczególne instytucje, w tym np. dotyczących podmiotów macierzystych dla banków działających na terenie danego kraju goszczącego. Kwestia ustalania poziomu wymogów (kalibracji norm ostrożnościowych, w tym wymogów kapitałowych) musi jednak pozostawać w gestii nadzorów krajowych. Postulat taki jest zgodny z zasadą subsydiarności. Jego realizacja zapewnia także bardziej skuteczny nadzór, gdyż nadzorcy lokalni dysponują z reguły lepszym rozpoznaniem ryzyk generowanych przez instytucje działające w ich jurysdykcjach. Wreszcie, to władze krajowe ponoszą ostateczną odpowiedzialność za stabilność finansową a ewentualne koszty kryzysu spadają na krajowych podatników. Kompetencje i uprawnienia do oddziaływania nadzorczego na ryzyko (zwłaszcza) banków powinno iść w parze z odpowiedzialnością za skutki ich ewentualnej niewypłacalności. Co więcej, poza stabilnością systemu finansowego także utrzymanie równowagi makroekonomicznej kraju wymaga regulacji o charakterze makroostrożnościowym. Jak pokazał ostatni kryzys, ich brak może być bardzo kosztowny<sup>47</sup>.

Mamy zatem w UE konflikt wartości – z jednej strony dążenie do budowy wspólnego rynku poprzez jednolitą regulację, z drugiej strony dążenie do zachowania stabilności makroekonomicznej i finansowej, co wymaga polityki makroostrożnościowej, a więc swobody nadzorców lokalnych w zastrzaniu norm.

Argument, jakoby narzędzia makroostrożnościowe mogły zostać wykorzystane do osłabienia jednolitego rynku został przedstawiony po raz pierwszy na forum europejskim, kiedy w tzw. Turner Review (opublikowany w 2009 roku w Wielkiej Brytanii, pod egidą FSA) wezwano do zwiększenia uprawnień nadzorów krajowych. Zgodnie z tą propozycją nadzorcy mieliby uzyskać prawo do przekształcania oddziałów zagranicznych instytucji finansowych w podmioty zależne lub ograniczania detalicznej działalności depozytowej oddziałów zagranicznych. Turner Review był nie tylko całkowitym odejściem od głoszonego wówczas łagodnego podejścia do nadzoru, ale kwestionował zasadę jednolitego paszportu, nadal uznawaną w oficjalnym żargonie za osiągnięcie na drodze do utworzenia jednolitego

<sup>47</sup> Por. P. Szpunar, *Regulacje kapitałowe a ryzyko systemowe i zapobieganie kryzysom finansowym*, Miesięcznik Finansowy Bank, Nr 4 (232), kwiecień 2012.

rynku usług finansowych w UE. Osiągnięcie to oczywiście dyskusyjne, wzięwszy pod uwagę m.in. doświadczenia z bankowością islandzką. Od tego czasu pojawiły się jednak obawy, że nowoutworzone organy makroostrożnościowe mogą wykorzystać stabilność finansową jako argument lub też nawet pretekst do osłabienia koncepcji jednolitego paszportu. Obawy te są w większości pozorne, choć niestety realnie oddziałują na kształt proponowanych regulacji. Doświadczenia i koszty ostatniego kryzysu nie pozostawiają wątpliwości, w jaki sposób dylemat taki powinien zostać rozwiązany. Nie trzeba przy tym dodawać, że takie same regulacje i normy zastosowane do instytucji działających w różny sposób i w różnych warunkach wywierają odmienne skutki, prowadząc do zróżnicowanego profilu ich ryzyka i ekspozycji. Nie tędy zatem droga do budowania jednolitego rynku, chyba, że ma być takim tylko z nazwy. Nic nie dezintegruje bowiem rynku (a też i nie zniechęca do współpracy nadzorców) bardziej niż brak stabilności finansowej. A dziś możemy być już pewni, że warunkiem koniecznym stabilności finansowej, a także makroekonomicznej, są odpowiednio rygorystyczne wymogi kapitałowe, które są dodatkowo w razie potrzeby zaostrzane - w ramach właściwie prowadzonej polityki makroostrożnościowej, w tym zwłaszcza na poziomie lokalnym. Regulacje UE powinny zatem sprzyjać polityce makroostrożnościowej, a nie ją ograniczać. Jednolity rynek jest bazą, na której opiera się proces europejskiej integracji. Prawodawstwo UE nakazuje przecież ESRB *"przyczyniać się do sprawnego funkcjonowania jednolitego rynku"*. Podobnie jak warunkiem koniecznym (choć jeszcze niewystarczającym) stabilności systemu finansowego jest stabilność instytucji finansowych, tak warunkiem koniecznym budowania wspólnego rynku (podobnie jak wspólnej waluty) jest stabilność wszystkich rynków lokalnych składających się na rynek Unii Europejskiej.

Ryzyka, na które narażony jest jednolity rynek, mogą być przy tym ograniczane na 3 niewykluczające się wzajemnie sposoby. Po pierwsze, poprzez utworzenie systemu automatycznego uznawania krajowych działań makroostrożnościowych, dzięki czemu ryzyko wywodzące się z jednego z krajów będzie traktowane w taki sam sposób na obszarze całej UE. Konieczne będzie w tym przypadku ustanowienie zasady, że w żadnym wypadku takie odwzajemnienie nie może skutkować wzrostem

ryzyka ponoszonego przez kraje uznające. Po drugie, poprzez wyposażenie organów nadzoru UE (np. Komisji Europejskiej, choć bardziej predestynowana do tego wydaje się ESRB) w instrumenty umożliwiające przenoszenie efektów zastosowania przez jeden z krajów członkowskich narzędzi makroostrożnościowych na inne państwa członkowskie narażone na takie samo ryzyko. Po trzecie, poprzez powierzenie ESRB funkcji koordynujących wraz z procedurami, które ustanowią z czasem katalog najlepszych i najgorszych praktyk, oraz poprzez umożliwienie Komisji Europejskiej podejmowania działań przeciwko najgorszym praktykom. Wydaje się zatem, że działania makroostrożnościowe mogą być zatem spójne z forsowaną przez Komisję Europejską i niektóre państwa UE zasadą tzw. *single rule book*.

Przede wszystkim jednak, ochrona jednolitego rynku wymaga minimalizowania liczby oraz skali systemowych szoków finansowych, na które narażona może być gospodarka, ponieważ niestabilność finansowa skutkuje zmniejszeniem potencjalnej produkcji oraz inicjuje działania obronne zarówno władz publicznych jak i podmiotów prywatnych. Ostatecznie, to właśnie kryzys najbardziej eskaluje ryzyko protekcyjnego finansowego. Szoki mogą mieć źródło poza Unią, na poziomie Unii jako całości, regionalnie pomiędzy różnymi państwami czy w poszczególnych krajach oraz lokalnie. Doświadczenie dowodzi, że ryzyka powstające na każdym z tych poziomów mogą przyczynić się do osłabienia jednolitego rynku. Trwający od 2008 roku kryzys zmniejszył stopień finansowej integracji rynków, zarówno globalnie jak i wewnątrz UE. Finansowanie na niesprawnie działających rynkach międzybankowych musiało zostać zastąpione przez banki centralne. Ponadto zauważalne stały się oznaki zmniejszenia się transgranicznego rynku bankowego, co prowadzi do ograniczania działalności kredytowej do poszczególnych rynków krajowych. Wiedzie to wprost do wniosku, że stabilność finansowa jest warunkiem koniecznym wzrostu i integracji systemu finansowego w UE. Próby zadekretowania wspólnego rynku usług finansowych ocierają się obecnie niebezpiecznie o ryzyko ograniczenia skuteczności polityki makroekonomicznej, co w dłuższym okresie (szoki są wszak z definicji nieprzewidywalne, ale i nieuniknione) naraża na ryzyko

integrację nawet w stopniu już obecnie osiągniętym. Analogia z wprowadzeniem strefy euro zdaje się tu narzucać sama.

### *Podsumowanie*

Straty poniesione przez instytucje finansowe i gospodarki wielu krajów w wyniku globalnego kryzysu finansowego są bezprecedensowo wysokie. Główną, bezpośrednią przyczyną kryzysu była materializacja ryzyka systemowego związanego z nadmierną skalą i koncentracją akcji kredytowej w sektorze nieruchomości w USA. Narastaniu nierównowag w gospodarce i systemie finansowym nie przeciwdziałano w należyty sposób. Ryzyko systemowe wymknęło się spod kontroli, ponieważ żadna instytucja nie miała mandatu do jego ograniczania. Zabrakło nadzoru makroostrożnościowego. Co więcej, regulacje mikroostrożnościowe także zawiodły. Banki utrzymywały kapitały nieadekwatnie niskie w relacji do skali ponoszonego ryzyka. W rezultacie, sektor bankowy szczególnie w USA i UE okazał się być nieodporny na szoki. Tymczasem skala szoku związanego z załamaniem na rynku nieruchomości w USA przeszła najśmielsze oczekiwania.

Celem polityki makroostrożnościowej powinna być stabilność finansowa poprzez zapobieganie narastaniu nierównowag i ryzyk systemowych, a nie tylko wzmacnianie odporności na szoki. Oba rodzaje polityk „nadzorczych”, tj. polityka makroostrożnościowa, jak i polityka mikroostrożnościowa nakierowane są zatem na stabilność finansową. Pierwsza z nich oddziałuje systemowo, identyfikuje i zapobiega ryzykom na styku systemu finansowego i gospodarki realnej, związanym z koncentracją i cyklem kredytowym. Druga z nich dba o stabilność pojedynczych instytucji, która jest warunkiem koniecznym (aczkolwiek jeszcze nie wystarczającym) dla stabilności systemu finansowego. Koncentracja polityki makroostrożnościowej na samej stabilności finansowej i ryzyku systemowym może pomijać istotne ryzyka związane z narastaniem nierównowag w sferze realnej gospodarki. W związku z tym można rozważać szerszy mandat polityki makroostrożnościowej, nie ograniczony wyłącznie do systemu finansowego, ale obejmujący także nierównowagi makroekonomiczne. Celem nadzoru makroostrożnościowego powinna być identyfikacja i ograniczenie ryzyka

systemowego, rozumianego jako ryzyko wystąpienia zakłóceń w funkcjonowaniu krajowego systemu finansowego lub jego istotnej części, mających swe źródło w samym systemie finansowym lub poza nim, którego powstanie może wywołać poważne negatywne skutki dla realnej sfery działania gospodarki narodowej. Tak szeroki mandat polityki makroostrożnościowej może rodzić trudności a nawet konflikty z pozostałymi politykami gospodarczymi. Problem ten może być znacząco ograniczony poprzez dobrą koordynację w układzie instytucjonalnym, w którym polityka makroostrożnościowa dysponuje jedynie „miękkimi” instrumentami, takimi jak rekomendacje i ostrzeżenia. Właściwe instrumenty byłyby wówczas wdrażane zgodnie z tymi rekomendacjami przez regulatorów i nadzorców mikroostrożnościowych, co powinno eliminować problem „dualnej regulacji”.

Polityka makroostrożnościowa silnie oddziałuje na pozostałe polityki gospodarcze. Szczególne relacje łączą politykę makroostrożnościową i politykę pieniężną. Główna lekcja z kryzysu jest taka, że szczególnie w przypadkach skrajnie silnego narastania nierównowag w systemie finansowym i gospodarce, polityki pieniężnej można i należy użyć, nie jest to jednak działanie standardowe ani tym bardziej właściwe w normalnych warunkach. W większości sytuacji polityka pieniężna jest raczej nieodpowiednia dla zapewniania stabilności finansowej, gdyż skuteczniejsze i o wiele mniej kosztowne jest wykorzystywanie regulacji w ramach polityki makroostrożnościowej. Strategia elastycznego bezpośredniego celu inflacyjnego jest nadal właściwym reżimem dla polityki pieniężnej, a stabilność finansowa jest raczej jej ograniczeniem, wpływającym (w skrajnych sytuacjach krytycznie) na mechanizm transmisji polityki pieniężnej. Złożone relacje między innymi politykami gospodarczymi a polityką makroostrożnościową nasuwają wiele analogii z *policy mix* między polityką monetarną i fiskalną. Ta ostatnia może wspierać stabilność finansową poprzez kreowanie właściwych bodźców, ale może też oddziaływać destrukcyjnie, podobnie jak dominacja fiskalna dla polityki pieniężnej.

Instytucjonalne ramy nadzoru makroostrożnościowego muszą uwzględniać występujące w danym kraju uwarunkowania prawne i instytucjonalne, w tym wzajemne relacje z innymi politykami cząstkowymi. Możliwe są zatem różne rozwiązania, jednak powinny uwzględniać one rekomendacje instytucji

międzynarodowych, w tym Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ESRB). Wymagają one zgodnie powierzenia kluczowej roli bankowi centralnemu. Praca nad rozwiązaniami dotyczącymi nadzoru makroostrożnościowego nie jest zadaniem trywialnym, wymaga wielowątkowej dyskusji i przeanalizowania wielu alternatywnych rozwiązań. W krajach Unii Europejskiej tworzone są dopiero rozwiązania oparte na różnych modelach instytucjonalnych i nie ma w tym zakresie gotowych recept. Powierzenie bankowi centralnemu kluczowej roli nie musi być równoznaczne z uzyskaniem przez niego wyłącznego mandat makroostrożnościowego. Jednym ze skutecznych rozwiązań może być także powierzenie funkcji makroostrożnościowych powołanemu specjalnie w tym celu ciału kolegialnemu. Takie rozwiązanie może być korzystne w sytuacji, gdy nadzór mikroostrożnościowy nie jest usytuowany w banku centralnym, jak ma to miejsce m.in. w Polsce.

Potencjalne instrumenty nadzoru makroostrożnościowego z trudem poddają się klasyfikacji, szczególnie, że w znacznym stopniu są one zbieżne z instrumentarium nadzorców mikroostrożnościowych (te same instrumenty, ale wykorzystywane w innym celu). Można podjąć próbę wyróżnienia kilku zasadniczych obszarów oddziaływania polityki makroostrożnościowej i przypisania im typowych instrumentów, tj.:

- ograniczanie nadmiernej akcji kredytowej i dźwigni finansowej (np. wymogi kapitałowe, LtV etc.),
- ograniczanie i zapobieganie niedopasowaniu terminów zapadalności (normy płynności),
- ograniczanie nadmiernej koncentracji ekspozycji (limity koncentracji),
- wzmocnienie odporności systemu finansowego (infrastruktura, wymogi rozliczeniowe etc.).

Z natury rzeczy jednak prawie każdy z potencjalnych instrumentów może silnie oddziaływać na inne obszary, niż jeden z czterech, któremu został bezpośrednio przyporządkowany. Najważniejsze jest to, że nieprzewidywalny charakter ryzyk oznacza, że katalog dostępnych narzędzi makroostrożnościowych musi pozostawać szeroki i otwarty.



W następstwie kryzysu jasne stało się, że zawiodły także regulacje kapitałowe. Trzecia Umowa Bazylejska, stanowiąca odpowiedź na te wyzwania, ma zostać przeniesiona do prawa europejskiego przepisami *Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie warunków podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi (CRD IV)* oraz *Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (CRR)*. Projektowane rozporządzenie CRR wprowadza zasadę tzw. maksymalnej harmonizacji norm ostrożnościowych w całej UE, nie pozwalając na bardziej restrykcyjne uregulowanie lokalnych wymogów stawianych podmiotom nadzorowanym, co eliminuje możliwość wykorzystania ważnej części potencjalnych instrumentów makroostrożnościowych. Działanie to jest uzasadniane chęcią uniknięcia protekcjonizmu i forsowaniem głębszej integracji rynku finansowego w Unii Europejskiej. Inspiratorzy tego rozwiązania (leżącego także w interesie międzynarodowych grup bankowych) zdają się nie dostrzegać, że warunkiem koniecznym stabilności finansowej, a także makroekonomicznej, są odpowiednio rygorystyczne wymogi kapitałowe, które są dodatkowo w razie potrzeby zaostrzane - w ramach właściwie prowadzonej polityki makroostrożnościowej, w tym zwłaszcza na poziomie lokalnym. Regulacje UE powinny zatem sprzyjać polityce makroostrożnościowej, a nie ją ograniczać. Jednolity rynek jest bazą, na której opiera się proces europejskiej integracji. Wiedzie to wprost do wniosku, że stabilność finansowa jest warunkiem koniecznym wzrostu i integracji systemu finansowego w UE. Próby „zadekretowania” wspólnego rynku usług finansowych, które prowadzą do ograniczenia skuteczności polityki makroekonomicznej, w dłuższym okresie (szoki są wszak z definicji nieprzewidywalne, ale i nieuniknione) narażają na ryzyko integrację nawet w stopniu już obecnie osiągniętym. Kompetencje i uprawnienia do oddziaływania nadzorczego na ryzyko (zwłaszcza) banków powinno iść w parze z odpowiedzialnością za skutki ich ew. niewypłacalności. Co więcej, poza stabilnością systemu finansowego także utrzymanie równowagi makroekonomicznej kraju

wymaga regulacji o charakterze makroostrożnościowym. Jak pokazał obecny kryzys, ich brak może być bardzo kosztowny.

## ***Bibliografia***

Aspachs-Bracons O., Rabanal P., *The effects of housing prices and monetary policy in a currency union*, IMF Working Paper, WP/11/6, 2011.

Bernanke B., Gertler M., *Monetary policy and asset prices*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, Fourth Quarter 1999.

Borio C., *Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism*, Bank for International Settlements, 22 July 2010.

*Central Banking Lessons from the Crisis*, International Monetary Fund, May 2010.

Clement P., *The term 'macroprudential': origins and evolution*, BIS Quarterly Review, March 2010.

*Enhancing Financial Stability and Resilience: Macroprudential Policy, Tools, and Systems for the Future*, G-30, October 2010. Giannone D., Lenza M., Reichlin L., *Explaining the great moderation, It is not the shocks*, ECB Working Paper, No 865, February 2008.

Goodhart C.A.E., *The Macro-Prudential Authority: Powers, Scope and Accountability*, OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2011 – Issue 2, OECD 2011.

Ingves S., Lind G., Shirakawa M., Caruana Guillermo Ortiz Martinez J., *Lessons learned from previous banking crisis: Sweden, Japan, Spain and Mexico*; Group of Thirty, Occasional Paper No. 79, Washington DC, April 2009.

*Instruments of macroprudential policy, Discussion Paper*, Bank of England, December 2011.

Lim C., Columba F., Costa A., Kongsamut P., Otani A., Saiyid M., Wezel T., Wu X., *Macroprudential policy: What instruments and how to use them? Lessons from country experiences*, IMF Working Paper WP/11/238, October 2011.

*Macroprudential Policy – An Organizing Framework*, International Monetary Fund, March 2011.

*Macroprudential Policy Tools and Frameworks, Progress Report to G20*, Financial Stability Board, International Monetary Funds, Bank for International Settlements, 27 October 2011.

Mishkin F.S., *Monetary policy strategy: lessons from the crisis*, Columbia University, 2010.

Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, *Założenia polityki pieniężnej na rok 2012*, Warszawa, sierpień 2011.

*NIK komplementuje polski system nadzoru nad finansami*, Dziennik Gazeta Prawna, 2 maja 2012.

Norges Bank, *Monetary Policy Report* Nr. 1/2012.

*Practical approaches to designing and conducting macroprudential policy*, Bank for International Settlements, December 2010.

*Raport o stabilności system finansowego*, Lipiec 2012 r. Narodowy Bank Polski.

*Report of the high-level group on financial supervision in the UE* chaired by Jacques de Larosiere, Brussels, 25 February 2009

*Results of the fifth quantitative impact study (QIS5)*, Basel Committee on Banking Supervision, 16 June 2006.

Sargent T., Wallace N., *Some unpleasant monetarist arithmetics*, Federal Bank of Minneapolis, 1981.

*State aid, Commission Staff Working Paper, Autumn 2011 Update*, European Commission, 2011.

Svensson L. E. O., *Flexible inflation targeting: lessons from the financial crisis*, Riksbank, 2009.

Szpunar P., *Regulacje kapitałowe a ryzyko systemowe i zapobieganie kryzysom finansowym*, Miesięcznik Finansowy Bank, Nr 4 (232), kwiecień 2012.

Taylor J., *The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis what went wrong*, NBER Working Paper 14631, January 2009.

Viñals J., *Seeing Both the Forest and the Trees - Supervising Systemic Risk*, International Monetary Fund, June 2011 (speech).

White W. R., *Czy stabilność cen wystarczy*, Materiały i Studia, Zeszyt 211, NBP, Warszawa, 2006.

Zalecenie Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego z dnia 22 grudnia 2011 r. w sprawie mandatu makroostrożnościowego organów krajowych, ERRS/2011/03.

## Akty prawne

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie warunków podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi (CRD IV) [projekt].

Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories [projekt].

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1092/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie unijnego nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym i ustanowienia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (CRR) [projekt].