

Polityka makroostrożnościowa a stabilność finansowa

2.1. Polityka makroostrożnościowa jako nowe podejście do stabilności finansowej

2.1.1. W kierunku uznania znaczenia stabilności finansowej

Dyskusję na temat zwiększonej roli stabilności finansowej należy przedstawić w kontekście historycznym. W szczególności istotne jest przedstawienie, jak na przestrzeni XX w. oraz na początku XXI w. zmieniało się postrzeganie **relacji pomiędzy stabilnością finansową a stabilnością cen.**

Stabilność cen jest głównym celem współczesnej polityki pieniężnej. Jednak należy zwrócić uwagę, że koncentracja polityki pieniężnej na stabilizowaniu inflacji rozpoczęła się dopiero na przełomie lat 70. i 80. XX w.¹. Wcześniej, tzn. począwszy od lat 30. ubiegłego wieku, polityka pieniężna była nakierowana na podtrzymywanie pełnego zatrudnienia i wzrostu gospodarczego². Niestety okazało się, że polityka pełnego zatrudnienia niesie ze sobą koszty w postaci stopniowo rosnącej inflacji. W latach 70. XX w. inflacja osiągnęła rekordowy poziom, jednocześnie nastąpiła także stagnacja produkcji³. Zjawisko to, określane stagflacją, wymusiło zmianę podejścia do prowadzenia polityki pieniężnej. Do-

¹ A. Sławiński, *Ewolucja poglądów na politykę pieniężną*, [w:] *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, red. naukowa W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2009, s. 39.

² Ibidem, s. 40–43.

³ J.K. Solarz, *Umiędzynarodowienie bankowości centralnej*, [w:] *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, red. naukowa W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2009, s. 125.

świadczenia Wielkiej Inflacji skłoniły banki centralne do koncentracji swoich działań na zapewnieniu stabilności cen.

Jednocześnie w krajach wysoko rozwiniętych w latach 1945–1970 nie wystąpił żaden kryzys bankowy⁴, co wynikało głównie z nałożonych wówczas ograniczeń na działalność bankową, np. w zakresie wysokości stóp procentowych, jakie banki mogły oferować deponentom, czy też zakresu działalności bankowej (podział na bankowość depozytowo-kredytową i inwestycyjną). C.A.E. Goodhart wskazuje, że ówczesna restrykcyjna polityka regulacyjna wobec sektora bankowego była pokłosiem Wielkiego Kryzysu lat 30. XX w., który to pokazał, iż konkurencja pomiędzy bankami może być źródłem niestabilności⁵. W efekcie nałożonych obostrzeń na sektor bankowy nie występowały także zagrożenia dla stabilności systemu finansowego płynące ze strony nadmiernej akcji kredytowej. D. Cobham zauważa, że stało się to przyczyną zaniknięcia w debacie międzynarodowej kwestii związanych ze stabilnością finansową⁶.

Upadek systemu z Bretton Woods przyniósł nowe wyzwania związane zarówno z wysokim poziomem inflacji, jak i postępującą liberalizacją finansową. W polityce pieniężnej w latach 70. XX w. główne banki centralne przyjęły strategię kontroli agregatów pieniężnych jako strategię walki z inflacją. Skuteczne prowadzenie tej strategii wymagało jednak istnienia stabilnego popytu na pieniądź oraz silnego związku pomiędzy wzrostem agregatów monetarnych a nominalnym PKB⁷. Strukturalne zmiany, jakie zaszły w systemie finansowym na skutek liberalizacji finansowej spowodowały jednak, że popyt na pieniądź stał się niestabilny, co wymusiło porzucenie tej strategii. Ponadto banki centralne zdały sobie sprawę, że nie posiadają narzędzi do precyzyjnej kontroli podaży pieniądza. W związku z powyższym, w polityce pieniężnej nastąpiło przesunięcie z kontrolowania zmiennych pośrednich (agregaty monetarne) na zmienną końcową makroekonomiczną (inflacja)⁸. Zgodnie z regułą Tinbergena skoncentrowano się na jednym celu – stabilności cen, wykorzystując do tego jeden instrument – stopę procentową. Przejście na strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) i towarzyszące temu zwiększenie niezależności banków central-

⁴ B. Eichengreen, M. Bordo, *Crisis now and then: what lessons from the last era of financial regulation?* NBER Working Paper 8716, National Bureau of Economic Research, Cambridge, January 2002, Tabela 6, s. 41.

⁵ C.A.E. Goodhart, *The changing role of central banks*, BIS Working Paper, No. 326, Bank for International Settlements, 2010, s. 3.

⁶ D. Cobham, *The past, present and future of central banking*, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 28, No. 4, 2012, s. 730.

⁷ P. Atkinson, A. Blundell-Wignall, M. Rondoni, H. Ziegelschmidt, *The efficacy of monetary targeting: The stability of demand for money in major OECD countries*, OECD Journal: Economic Studies, No. 3, Organisation for Economic Cooperation and Development, 1984, s. 146.

⁸ D. Cobham, *The past, present and future...*, op. cit., s. 732.

nych spowodowało wycofywanie się państwa z bezpośredniej obecności w sektorze finansowym⁹.

Istotny jest sposób definiowania **stabilności cen**. Jak zauważa P. Błaszczyk, termin ten można ujmować zarówno w postaci stopy zmiany cen (czyli inflacji), jak i w postaci bezwzględnie określonego poziomu cen¹⁰. Ponadto precyzyjna definicja stabilności cen powinna także określać kierunek zmian cen, tj. czy jest on dodatni, zerowy czy ujemny¹¹. Choć teoretycznie ze stabilnością cen mielibyśmy do czynienia, gdyby stopa inflacji równała się zero lub była bardzo bliska zeru¹², to jednak w praktyce stabilność cen jest zazwyczaj definiowana jako dodatnia, ale niska i stabilna stopa inflacji.

Sukces władz monetarnych związany z ustabilizowaniem inflacji na niskim poziomie spowodował, iż polityka pieniężna wkroczyła na nowy, dotychczas niezany obszar funkcjonalny¹³. Jednocześnie, jak słusznie zauważa F.S. Mishkin, sukces banków centralnych i okres tzw. Wielkiego Uspokojenia (*Great Moderation*) przyniosły samozadowolenie i ugruntowanie się przekonania, że osiągnięcie stabilności cen przyczyni się także do utrzymania stabilności finansowej¹⁴. Chociaż nie twierdzono, że niska inflacja zapewni stabilność finansową, to uważano, iż stabilność cen i przewidywalność polityki pieniężnej ograniczą zagrożenie niestabilności finansowej¹⁵. Jednakże niski poziom stóp procentowych i oczekiwania co do dalszej stabilności makroekonomicznej uruchomiły tzw. kanał ryzyka, co objawiało się wzrostem akcji kredytowej i poziomu zadłużenia, a także inwestycji w ryzykowne aktywa, i w efekcie doprowadziło do kryzysu finansowego.

Przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego, w dyskusji na temat roli polityki pieniężnej w zapewnieniu stabilności finansowej, szczególnie sporną kwestią było **zapobieganie boomom na rynku aktywów**. W debacie tej można wyróżnić dwa stanowiska.

Zgodnie z pierwszym podejściem polityka monetarna nie powinna reagować na zmiany cen aktywów. Wskazywano, że bank centralny nie tylko nie jest w stanie zidentyfikować bąbla spekulacyjnego, ale także nie ma odpowiednich

⁹ J.K. Solarz, *Umiejdzynarodowienie bankowości centralnej...*, op. cit., s. 124.

¹⁰ P. Błaszczyk, *Stabilność cen – sposoby definicji oraz wyzwania dla polityki pieniężnej*, Materiały i Studia, Zeszyt nr 249, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2010, s. 11.

¹¹ Ibidem.

¹² M. Musielak-Linkowska, *Strategie polityki pieniężnej*, [w:] *Współczesna polityka pieniężna*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2008, s. 85.

¹³ P. Błaszczyk, *Stabilność cen – sposoby definicji...*, op. cit., s. 9.

¹⁴ F.S. Mishkin, *Monetary policy strategy: lessons from the crisis*, Working Paper, No. 16755, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2011, s. 29–30.

¹⁵ International Monetary Fund, *Central Banking Lessons from the Crisis*, May 2010, s. 5.

instrumentów, by przeciwdziałać takiemu zjawisku¹⁶. Krótkoterminowa stopa procentowa nie jest odpowiednim narzędziem do walki z nierównowagami w systemie finansowym, gdyż oddziałuje ona na całą gospodarkę, także na te sektory, w których nie zidentyfikowano ryzyka systemowego. Stąd też wzrost stopy procentowej jest działaniem zbyt kosztownym, gdyż ograniczając nierównowagi finansowe prowadzi także do spadku produkcji i zatrudnienia. Zgodnie ze słynną regułą Tinbergena, jeden instrument może służyć realizacji wyłącznie jednego celu. Wykorzystanie tego instrumentu także do walki z boomami na rynkach aktywów wiązałoby się z daleko idącymi negatywnymi skutkami dla gospodarki, co zniszczyłoby reputację i wiarygodność banków centralnych¹⁷. Ponadto wzrost stopy procentowej w małych otwartych gospodarkach mógłby spowodować nagły napływ kapitału zagranicznego, co mogłoby przynieść skutki odwrotne do zamierzonych. W efekcie, uznając możliwość wystąpienia boomów na rynkach aktywów, uważano, że bank centralny w ramach polityki pieniężnej powinien raczej „posprzątać” po pęknięciu bąbla, niż starać się mu zapobiec.

Alternatywne podejście określano jako strategię „opierania się wiatrowi” (*leaning against the wind*) polegającą na łagodnym podnoszeniu stóp procentowych ponad poziom konieczny do utrzymania stabilności cen w przypadku zidentyfikowania boomu na rynku aktywów¹⁸. Część ekonomistów, np. C. Borio, P. Lowe czy W. White, ostrzegła także, że długotrwałe utrzymywanie niskich stóp procentowych może tworzyć warunki sprzyjające tworzeniu się nierównowag finansowych¹⁹ poprzez tzw. kanał ryzyka. Tym samym polityka monetarna może stanowić źródło niestabilności finansowej. Wskazywano, że przybranie przez bank centralny pasywnej postawy i niereagowanie na narastające ryzyko w systemie finansowym także nie jest rozwiązaniem właściwym. Narastający bąbel na rynku aktywów musi w którymś momencie pęknąć, a wówczas negatywne skutki dla stabilności systemu finansowego oraz sfery realnej gospodarki (tj. spadek produkcji poniżej produkcji potencjalnej oraz poziom inflacji znacznie poniżej docelowego) są większe niż w sytuacji, gdyby bank centralny zareagował na wcześniejszym etapie²⁰. C. Borio i P. Lowe uważali, że w takiej sytuacji podniesienie przez bank centralny stóp procentowych powyżej poziomu ko-

¹⁶ B. Bernanke, M. Gertler, *Monetary policy and assets price volatility*, Working Paper, No. 7559, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2000.

¹⁷ O. Issing, *Central banks – Paradise lost*, CFS Working Paper, No. 2012/06, Center for Financial Studies, Goethe Universität Frankfurt, s. 9.

¹⁸ C. Borio, P. Lowe, *Asset prices, financial stability and monetary stability: exploring the nexus*, BIS Working Paper, No. 114, Bank for International Settlements, July 2002.

¹⁹ C. Borio, P. Lowe, *Asset price...*, op. cit.; W. White, *Is price stability enough*, BIS Working Paper, No. 205, Bank for International Settlements, April 2006.

²⁰ C. Kent, P. Lowe, *Asset Prices Bubbles and Monetary Policy*, Reserve Bank of Australia, Research Discussion Paper, No. 9709, December 1997.

niecznego do kontroli inflacji byłoby usprawiedliwione²¹. Strategia „opierania się wiatrowi” została jednak odrzucona przez bankowców centralnych ze względu na to, iż przewidywała dodatkowy cel dla polityki monetarnej, przy braku rozszerzenia jej instrumentarium.

Ostatecznie, pomimo różnic w poglądach, uformował się tzw. **konsensus z Jackson Hole**, zgodnie z którym banki centralne²²:

- 1) nie powinny reagować na zmiany cen aktywów,
- 2) nie powinny przekłuwać bąbli spekulacyjnych,
- 3) powinny ograniczyć się jedynie do „sprzątnięcia” po pęknięciu bąbla, tzn. dostarczyć płynności, aby zapobiec kryzysowi finansowemu.

W ramach tego podejścia polityka monetarna nie uwzględniała zmian cen aktywów i nierównowag finansowych, o ile nie wpływały one na wynik prognozy inflacji. Kwestie związane stricte ze stabilnością finansową pozostawały poza obszarem zainteresowania polityki pieniężnej, co z resztą było pochodną przyjętego wówczas modelu transmisji polityki monetarnej, który w zasadzie pomijał sferę finansową²³.

Doświadczenia globalnego kryzysu finansowego pokazały, że niska i stabilna inflacja, a także środowisko niskich i stabilnych stóp procentowych, nie są w stanie zapewnić stabilności finansowej. Doprowadziło to do weryfikacji konsensusu z Jackson Hole i przyznania, iż **stabilność cen nie jest wystarczającym warunkiem zapewnienia stabilności finansowej**. Wynika z tego, że bank centralny w swoich analizach nie powinien ignorować zmian w podaży kredytu ani nierównowag narastających w systemie finansowym. Zapoczątkowało to debatę międzynarodową dotyczącą konieczności modyfikacji mandatu banków centralnych i uwzględnienia w nim, poza stabilnością cen, także stabilności finansowej.

Zwiększonemu zainteresowaniu stabilnością finansową towarzyszy rozwój koncepcji w zakresie polityki makroostrożnościowej. Prowadzenie aktywnej polityki makroostrożnościowej powinno zapewnić stabilny system finansowy oraz poprawne działanie kanałów polityki pieniężnej, co będzie sprzyjać realizacji celu stabilności cen. Ponadto polityka makroostrożnościowa, poprzez ograniczenie ryzyka systemowego, zapobiega również epizodom niestabilności finansowej, które mogą wymagać od banku centralnego podjęcia działań niestandardowych (tj. niekonwencjonalna polityka monetarna)²⁴.

²¹ C. Borio, P. Lowe, *Asset prices...*, op. cit.

²² O. Issing, *Asset prices and monetary policy*, Cato Journal, Vol. 29, No. 1, Cato Institute, Washington 2009, s. 45–47.

²³ W. Przybylska-Kapuścińska, *Bank centralny i stabilność finansowa – ku nowemu konsensusowi?* [w:] *Eseje o stabilności finansowej Księga jubileuszowa 45 lat pracy naukowej prof. zw. dr. hab. Bogusława Pietrzaka*, red. naukowa A. Alińska, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 287.

²⁴ F. Smets, *Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlined?* International Journal of Central Banking, Vol. 10, No. 2, June 2012, s. 265.

2.1.2. Polityka makroostrożnościowa – przesłanki i interpretacja pojęcia

Skala materializacji ryzyka systemowego, jaka miała miejsce podczas globalnego kryzysu finansowego, skłoniła do pogłębionych rozważań na temat konieczności przeprowadzenia gruntownej reformy architektury finansowej. Jednym z kluczowych wniosków jest konieczność prowadzenia aktywnej polityki makroostrożnościowej nakierowanej na identyfikowanie i przeciwdziałanie ryzyku systemowemu.

Zdaniem S. Claessens prowadzenie polityki makroostrożnościowej uzasadniają istniejące **negatywne efekty zewnętrzne**, tj.²⁵:

- strategiczne komplementarności (*strategic complementarities*),
- wymuszona sprzedaż i załamania kredytowe (*fire sales and credit crunches*),
- wzajemne powiązania w systemie finansowym (*interconnectedness*).

P. Bańbuła, oprócz wymienionych negatywnych efektów zewnętrznych, wskazuje także na asymetrię informacji jako źródło ryzyka systemowego²⁶. Asymetria informacji i towarzysząca jej pokusa nadużycia generują niewłaściwe bodźce do zwiększonego podejmowania ryzyka kosztem drugiej strony transakcji.

Strategiczne komplementarności oznaczają, iż w fazie ekspansji cyklu finansowego instytucje finansowe przyjmują podobne strategie działania, w konsekwencji czego mają wspólną ekspozycję na ryzyko kredytowe i ryzyko płynności. W literaturze wskazuje się na kilka możliwych przyczyn powstawania strategicznych komplementarności²⁷:

- naśladowanie strategii, która sprawdziła się i okazała opłacalna,
- presja konkurencyjna, która ogranicza bodźce do monitorowania zdolności kredytowej kredytobiorców,
- niewłaściwa polityka wynagrodzeń menedżerów, zachęcająca do upodobniania zachowania do innych instytucji finansowych,
- dążenie do uzyskania statusu instytucji o znaczeniu systemowym, co zwiększa prawdopodobieństwo wsparcia rządowego w sytuacji kryzysowej.

Z punktu widzenia stabilności finansowej istotny jest także sposób, w jaki banki finansują się, w tym jak bardzo są uzależnione od rynków hurtowych.

²⁵ S. Claessens, *An Overview of Macroprudential Policy Tools*, IMF Working Paper WP/14/214, International Monetary Fund, 2014, s. 5.

²⁶ P. Bańbuła, *Polityka makroostrożnościowa: przesłanki, cele, instrumenty i wyzwania*, Materiały i Studia, nr 298, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2013, s. 44.

²⁷ S. Claessens, *An Overview of...*, op. cit., s. 6; P. Bańbuła, *Polityka makroostrożnościowa...*, op. cit., s. 49.

Przyjęcie określonych modeli finansowania wpływa na skalę niedopasowania zapadalności aktywów i wymagalności pasywów oraz poziom dźwigni finansowej²⁸. Niestabilne modele finansowania zwiększają ryzyko wystąpienia wymuszonej sprzedaży, czyli sytuacji, w której inwestor zostaje zmuszony do sprzedaży aktywów w momencie, gdy potencjalni nabywcy także przeżywają trudności, w związku z czym nie ma na nie popytu. Prowadzi to do spadków cen aktywów nie tylko danego typu, ale także podobnych, generując straty w bilansach instytucji. W konsekwencji następuje ograniczenie podaży kredytu, a nawet załamanie kredytowe²⁹.

Kolejnym problemem są także wzajemne powiązania pomiędzy instytucjami finansowymi, które powodują, że szoki w systemie finansowym rozprzestrzeniają się, przez co problemy przenoszą się z jednej instytucji na kolejne (tzw. efekt zarażania). Należy zauważyć, iż do zarażenia może dojść bezpośrednio (poprzez wzajemne ekspozycje) lub pośrednio (poprzez zmiany cen aktywów lub spadek zaufania w sektorze finansowym). Stanowi to specyficzną cechę systemu finansowego, w którym zaburzenia w funkcjonowaniu jednej instytucji mogą mieć systemowe konsekwencje³⁰.

Negatywne efekty zewnętrzne uwiadcniają, iż prowadzenie polityki nadzorczej jedynie z perspektywy pojedynczej instytucji, tzn. mikroostrożnościowej, nie jest wystarczające. Ryzyko w systemie finansowym nie jest bowiem prostą sumą ryzyk poszczególnych instytucji finansowych, gdyż należy uwzględnić jeszcze istniejące pomiędzy nimi współzależności i powiązania. Jest to tzw. błąd złożenia (*fallacy of composition*), który pozostawał dotychczas pomijany. Stąd też działania, które z perspektywy pojedynczej instytucji mogą być racjonalne, podejmowane zbiorowo mogą prowadzić do zaburzeń o charakterze systemowym³¹.

Polityka makroostrożnościowa nie jest koncepcją zupełnie nową. P. Clement dokumentuje, iż pierwszy raz pojęcie to zostało użyte w 1979 r. podczas posiedzenia Komitetu Cooka, poprzednika dzisiejszego Bazylejskiego Komitetu ds. Nadzoru Bankowego³². Termin ten pojawiał się jeszcze kilkakrotnie w dokumentach wewnętrznych Banku Rozrachunków Międzynarodowych, jednakże nie zyskał wówczas popularności. Tym niemniej nawiązanie do perspektywy makroostrożnościowej sugeruje, iż już na przełomie lat 70. i 80. XX w. regula-

²⁸ P. Bańbuła, *Polityka makroostrożnościowa...*, op. cit., s. 44–48.

²⁹ S. Claessens, *An Overview of...*, op. cit., s. 7.

³⁰ P. Bańbuła, *Polityka makroostrożnościowa...*, op. cit., s. 45–46.

³¹ International Monetary Fund, *Macroprudential Policy: An Organizing Framework*, 2011, s. 9.

³² Jest to zapis z niejawnego protokołu posiedzenia Komitetu. Więcej w: P. Clement, *The term „macroprudential”: origins and evolution*, BIS Quarterly Review, March 2010, Bank for International Settlements, 2010, s. 59–60.

torzy mieli świadomość różnicy pomiędzy podejściem skoncentrowanym na pojedynczych instytucjach a uwzględniającym cały system finansowy, a także dostrzegali coraz większą zależność pomiędzy stabilnością finansową i makroekonomiczną.

Pierwszym publicznym dokumentem, w którym pojawiło się sformułowanie „polityka makroostrożnościowa” był raport Euro-currency Standing Committee³³ (ECSC) z 1986 r., w którym zwrócono uwagę na zagrożenia dla stabilności finansowej związane z innowacjami finansowymi³⁴. P. Clement wskazuje, iż do wzrostu popularności terminu „makroostrożnościowy” przyczyniło się szczególnie wystąpienie A. Crocketta w 2000 r.³⁵. W istocie zatem już ponad dekadę temu pojawiały się wyraźne głosy za uzupełnieniem podejścia mikroostrożnościowego w nadzorze nad systemem finansowym o podejście makroostrożnościowe. Dopiero jednak dotkliwy w skutkach kryzys finansowy sprawił, że temat ten został podjęty na szeroką skalę.

Polityka makroostrożnościowa jest głównie definiowana poprzez jej cele, które odwołują się do pojęć, takich jak stabilność finansowa i ryzyko systemowe. A. Crockett wskazuje, iż celem polityki makroostrożnościowej jest ograniczanie prawdopodobieństwa załamania się znacznej części systemu finansowego i związanych z tym kosztów dla gospodarki, czyli tzw. ryzyka systemowego³⁶. Podobnie cel polityki makroostrożnościowej definiuje C. Borio³⁷. M. Olszak wskazuje, iż podstawowym celem polityki makroostrożnościowej jest ograniczanie ryzyka wystąpienia zdarzeń, które zakłócają funkcjonowanie całego systemu finansowego³⁸. Bank Anglii, omawiając cele polityki makroostrożnościowej, nawiązuje do stabilności finansowej, zwracając uwagę, iż celem powinno być zapewnienie stabilnej realizacji funkcji pośrednictwa finansowego, a także ograniczenie cyklicznych boomów i załamań (*boom and bust cycle*) w podaży

³³ Euro-currency Standing Committee został utworzony w 1971 r. pod auspicjami Banku Rozrachunków Międzynarodowych w celu monitorowania międzynarodowego rynku bankowego. Zwiększone zainteresowanie tematyką stabilności finansowej spowodowało, iż w 1999 r. rozszerzono mandat tego ciała i zmieniono jego nazwę na Committee on the Global Financial System (CFGFS).

³⁴ Ibidem, s. 62.

³⁵ A. Crockett, *Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability*, Speech at the International Conference of Banking Supervisors, Bank for International Settlements, 2000.

³⁶ A. Crockett, *Marrying the micro-...*, op. cit., s. 2.

³⁷ C. Borio, *Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?* BIS Working Paper, No. 128, Bank for International Settlements, 2003, s. 2.

³⁸ M. Olszak, *Polityka ostrożnościowa w ujęciu makro – cel, instrumenty i architektura instytucjonalna*, Problemy Zarządzania, Vol. 10, nr 4 (39), t. 1, Uniwersytet Warszawski, Warszawa 2012, s. 9.

kredytu i płynności³⁹. Z kolei Bank Rozrachunków Międzynarodowych definiuje politykę makroostrożnościową jako wykorzystywanie instrumentów nadzorczych w celu zapewnienia stabilności systemu finansowego jako całości, a niekoniecznie pojedynczych instytucji⁴⁰. Raport Committee on the Global Financial System (CGFS) zwraca uwagę, iż polityka makroostrożnościowa koncentruje się na interakcjach pomiędzy poszczególnymi elementami systemu finansowego (instytucjami, rynkami, infrastrukturą) a sferą realną gospodarki⁴¹. W publikacji tej zwrócono także uwagę na dwa kierunki działań w ramach polityki makroostrożnościowej⁴²:

- 1) wzmocnianie odporności systemu finansowego na negatywne szoki o znacznej skali,
- 2) opieranie się cyklowi finansowemu (*leaning against the financial cycle*).

Konsensusem definicyjnym jest wspólny raport FSB, MFW i BIS, w którym politykę makroostrożnościową określono przez pryzmat trzech wymiarów⁴³, tj.:

- 1) jej cel, którym jest ograniczanie ryzyka systemowego,
- 2) jej zakres, tj. cały system finansowy,
- 3) jej instrumenty, tj. głównie dotychczasowe instrumenty nadzorcze stosowane z perspektywy systemowej.

Powyższa dyskusja sugeruje, iż ostatecznym celem polityki makroostrożnościowej jest przyczynianie się do utrzymania stabilności systemu finansowego jako całości⁴⁴. Należy także podkreślić, iż **polityka makroostrożnościowa ma charakter prewencyjny**, tj. zapobiega pojawianiu się zagrożeń, a nie zajmuje się zarządzaniem i rozwiązywaniem sytuacji kryzysowych. Działania prowadzone w ramach polityki makroostrożnościowej koncentrują się na odpowiednio wczesnym wykrywaniu zagrożeń dla stabilności systemu finansowego i przeciwdziałaniu im tak, aby zminimalizować prawdopodobieństwo ich materializacji bądź ograniczyć ewentualne koszty ich wystąpienia.

³⁹ Bank of England, *The role of macroprudential policy*, A Discussion Paper, November 2009, s. 9.

⁴⁰ J. Caruana, *Macroprudential policy: working towards a new consensus*, Speech at the high-level meeting on „The Emerging Framework for Financial Regulation and Monetary Policy”, Bank for International Settlements, 23 April 2010, s. 2.

⁴¹ Committee on the Global Financial Systems, *Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences*, CGFS Paper, No. 38, Bank for International Settlements, 2010, s. 2.

⁴² Ibidem.

⁴³ *Macroprudential Policy Tools and Frameworks Progress Report to G20*, Financial Stability Board, International Monetary Fund, Bank for International Settlements, October 2011, s. 4.

⁴⁴ G. Galati, R. Moessner, *Macroprudential policy – a literature review*, BIS Working Papers, No. 337, Bank for International Settlements, 2011, s. 6.