

Wstęp

Globalny kryzys finansowy, który rozpoczął się w 2007 r. na amerykańskim rynku kredytów *subprime* spowodował powrót do debaty na temat stabilności systemu finansowego oraz regulacji sektora finansowego. Niezaprzeczalnym jest fakt, iż **przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego zbyt mało uwagi poświęcano kwestii stabilności finansowej**, o czym świadczy dominujący wówczas paradygmat, zgodnie z którym polityka monetarna, dążąca do zapewnienia stabilności cen, oraz polityka mikroostrożnościowa, dbająca o bezpieczeństwo pojedynczych instytucji finansowych, są w stanie utrzymać stabilny system finansowy. Podejście to okazało się jednak niewystarczające.

Skala materializacji ryzyka systemowego, jaka miała miejsce w związku z globalnym kryzysem finansowym wymusiła szereg działań naprawczych podejmowanych na szczeblu krajowym, regionalnym i globalnym, nakierowanych w pierwszym etapie na przywracanie stabilności systemu finansowego, a w drugim etapie na wzmacnianie jego odporności oraz usuwanie słabości i luk regulacyjnych, które umożliwiły akumulację ryzyka w systemie finansowym. Nadrzędnym celem wszystkich działań regulacyjno-nadzorczych jest zapobieżenie podobnym kryzysom finansowym, chociaż należy zdawać sobie sprawę, iż całkowite wyeliminowanie zjawisk kryzysowych w dzisiejszym wysoce rozwiniętym i zglobalizowanym systemie finansowym jest zadaniem niewykonalnym.

W literaturze poświęconej analizie przyczyn globalnego kryzysu finansowego poszczególni autorzy wskazują na zróżnicowane źródła, wśród których najczęściej wymienia się: podejmowanie nadmiernego ryzyka przez instytucje finansowe, długotrwałe środowisko niskich stóp procentowych, niewystarczające bufony kapitałowe i płynnościowe instytucji finansowych, innowacje finansowe i nieodpowiednie metody zarządzania ryzykiem, brak transparentności rynku, globalizację i finansyzację czy aspekty psychologiczne, tj. niedostrzeżenie ryzyka, chciwość i pęd za zyskiem. Choć trudno wskazać, który czynnik

odegrał największą rolę, to jednak panuje ogólna zgoda, iż zawiodł dotychczasowy system nadzoru finansowego, skupiony wyłącznie na pojedynczych instytucjach finansowych, tzw. nadzór mikroostrożnościowy. Dziś z perspektywy czasu można zadać pytanie, jak to było możliwe, że nie zidentyfikowano na wczesnym etapie akumulującego się ryzyka systemowego, które, jak się wydaje, powinno byłoby być tak widoczne? Czy naprawdę nadzorcy nie dostrzegali zagrożeń dla stabilności systemu finansowego?

Rozważania nad przyczynami globalnego kryzysu finansowego prowadzą do wniosku, iż funkcjonowanie sieci bezpieczeństwa finansowego, a także jakość regulacji mają niezwykle istotny wpływ na stabilność systemu finansowego. Przedkryzysowa konstrukcja sieci bezpieczeństwa finansowego posiadała istotną lukę w postaci braku organu, który zajmowałby się monitorowaniem i przeciwdziałaniem zagrożeniom dla stabilności systemu finansowego. W związku z powyższym powstała konieczność podjęcia działań regulacyjnych mających na celu usunięcie zidentyfikowanych słabości. Służyć temu ma **polityka makroostrożnościowa** (*macroprudential policy*) będąca istotną zmianą jakościową w dotychczasowym nadzorze nad systemem finansowym. Polityka makroostrożnościowa ma na celu przeciwdziałanie finansowemu ryzyku systemowemu. Tym samym skuteczne jej prowadzenie powinno przyczynić się do utrzymania stabilności finansowej, zapobiegając przyszłym kryzysom finansowym.

Należy jednak zauważyć, że systemowe podejście do nadzoru finansowego i stabilności finansowej nie jest zupełnie nową koncepcją. Już ponad dekadę temu pojawiały się głosy, głównie wśród ekonomistów związanych z Bankiem Rozrachunków Międzynarodowych (Bank for International Settlements, BIS), iż konieczne jest uzupełnienie mikroostrożnościowego podejścia w nadzorze finansowym o wymiar makroostrożnościowy. Jednakże dopiero globalny kryzys finansowy przyczynił się do znacznego wzrostu popularności tego podejścia do nadzoru finansowego.

Obecnie polityka makroostrożnościowa jest jednym z bardziej intensywnie rozwijanych obszarów badawczych. Analizując **kwestie warunkujące skuteczność prowadzenia polityki makroostrożnościowej**, należy wskazać trzy zagadnienia. Po pierwsze, powodzenie polityki makroostrożnościowej będzie zależeć od instytucjonalnej organizacji, która powinna wzmacniać chęć do działania organu makroostrożnościowego poprzez ograniczenie pokusy pozostawania biernym (*inaction bias*). Po drugie, niezwykle istotna jest też prawidłowa identyfikacja ryzyka systemowego i jego pomiar, co umożliwi podjęcie konkretnych działań zaradczych na odpowiednio wczesnym etapie, tak aby zapobiec jego materializacji. Należy jednak zauważyć, że ryzyko systemowe jest zjawiskiem wielowymiarowym i trudnym do kwantyfikowania, co utrudnia prace prowadzone w tym obszarze. Po trzecie, najistotniejszą kwestią i główną funkcją

polityki makroostrożnościowej jest zapobieganie materializacji zidentyfikowanych zagrożeń poprzez zastosowanie odpowiednich instrumentów makroostrożnościowych. Wobec braku pełnej wiedzy na temat kanałów transmisji instrumentów polityki makroostrożnościowej trudnością może być, po pierwsze, wybór odpowiedniego instrumentu, a po drugie, jego właściwa kalibracja. Ponadto należy zwrócić uwagę na potencjalne obszary konfliktowe pomiędzy polityką makroostrożnościową a pozostałymi politykami sektorowymi, w szczególności monetarną i mikroostrożnościową. W przypadku polityki pieniężnej konflikt może wynikać z różnych celów, tj. stabilność cen a stabilność finansowa. Polityka makroostrożnościowa, przyjmując systemową perspektywę, może także w pewnych sytuacjach wchodzić w konflikt z polityką mikroostrożnościową, która dba o stabilność i bezpieczeństwo pojedynczych instytucji. Świadomość istnienia tych wszystkich wyzwań wymusza znalezienie optymalnego rozwiązania instytucjonalnego, gdyż to ono będzie warunkować dalszą operacjonalizację polityki makroostrożnościowej, a więc de facto jej skuteczność.

Wobec powyższego w niniejszej publikacji rozważania zostały skoncentrowane na **polityce makroostrożnościowej i jej roli w zapewnieniu stabilności finansowej**. Należy jednak zaznaczyć, że choć w książce poruszono wszystkie trzy wątki problemowe związane z polityką makroostrożnościową i jej operacjonalizacją, to jednak główna analiza koncentruje się na kwestiach instytucjonalnych. Pokreślić przy tym należy, iż w dotychczasowej literaturze nie nadaje się wystarczającej wagi problemom związanym z organizacją instytucjonalną polityki makroostrożnościowej. Tworzenie organów makroostrożnościowych jest rekomendowane przez wszystkie ważne instytucje międzynarodowe, tj. Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW), Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) i Radę Stabilności Finansowej (Financial Stability Board, FSB). Jednakże brakuje pogłębionych analiz w zakresie konstrukcji mandatu makroostrożnościowego oraz determinant wyboru optymalnego w danych warunkach krajowych modelu polityki makroostrożnościowej. Pod tym względem, niniejsza publikacja stanowi wypełnienie istotnej luki w literaturze nie tylko polskiej, ale również międzynarodowej.

Książka składa się z pięciu rozdziałów.

W rozdziale pierwszym omówiono zmiany, jakie nastąpiły w systemie finansowym na przestrzeni ostatnich trzech dekad oraz związany z nimi wzrost zainteresowania stabilnością finansową, w szczególności zwrócono uwagę na problem finansyzacji. Dokonano przeglądu podstawowych definicji, tj. stabilności finansowej, niestabilności finansowej oraz kryzysu finansowego, dokonując jednocześnie ich charakterystyki. Wskazano na złożoność problematyki stabilności finansowej oraz zróżnicowane źródła niestabilności finansowej. Rozdział ten stanowi tło do dalszych rozważań.

W rozdziale drugim przedstawiono rolę polityki makroostrożnościowej w utrzymywaniu stabilności finansowej. Omówiono ewolucję postrzegania stabilności finansowej w relacji do stabilności cen. W rozdziale tym zdefiniowano także pojęcie polityki makroostrożnościowej i wskazano na główne przesłanki jej prowadzenia. Dokonano także analizy pojęcia ryzyka systemowego, wyszczególniając jego dwa wymiary: czasowy oraz strukturalny. W odniesieniu do wymiaru czasowego poruszony został przede wszystkim problem procykliczności, natomiast w odniesieniu do wymiaru strukturalnego, główny nacisk położono na sieci finansowe będące kanałem rozprzestrzeniania się efektu zarażania. Zwrócono także uwagę na interakcje pomiędzy polityką makroostrożnościową a dwoma innymi politykami sektorowymi: monetarną i mikroostrożnościową, wskazując na potrzebę zapewnienia odpowiedniej koordynacji pomiędzy nimi.

W rozdziale trzecim określono determinanty instytucjonalnej organizacji polityki makroostrożnościowej. W rozdziale tym dokonano pogłębionej analizy elementów mandatu makroostrożnościowego w podziale na jego aspekty prawne i jakościowe. Uwzględniono przy tym omówione wcześniej kwestie problemowe, tj. pokusę pozostawania biernym, długą perspektywę polityki makroostrożnościowej, potencjalne konflikty z innymi politykami sektorowymi czy trudności w kwantyfikacji celu, jakim jest stabilność finansowa. W rozdziale tym wyróżniono także kryteria warunkujące skuteczność polityki makroostrożnościowej, które powinny być uwzględnione przy tworzeniu organu makroostrożnościowego. Podkreślono także wiodącą rolę banku centralnego w prowadzeniu polityki makroostrożnościowej.

W rozdziale czwartym podjęto próbę usystematyzowania instrumentów polityki makroostrożnościowej oraz przeanalizowania tzw. kanałów transmisji, którymi oddziałują one na system finansowy i gospodarkę. W rozdziale tym dokonano rozróżnienia na instrumenty oddziałujące na kredyt, kapitał, płynność oraz na strukturę rynku finansowego.

W rozdziale piątym przedstawiono kluczowe dylematy i wyzwania stojące przed polityką makroostrożnościową w Unii Europejskiej, w podziale na dylematy związane z instytucjonalną organizacją oraz stosowaniem instrumentów makroostrożnościowych.

Publikację kończą wnioski.

Należy podkreślić, że w książce wyrażone są wyłącznie poglądy Autorki i nie powinny być one interpretowane jako stanowisko instytucji, z którą jest związana zawodowo.