

ANNA GRODECKA

Uniwersytet Wrocławski
e-mail: anna.grodecka@prawo.uni.wroc.pl

Rola bankowości centralnej w zapewnieniu stabilności systemu finansowego. Nowe wyzwania w obliczu kryzysu

Kryzys finansowy, który rozpoczął się w 2007 r. w USA na skutek zapaści na rynku kredytów hipotecznych o podwyższonym ryzyku (tzw. kredytów *subprime*), okazał się niezwykle złożonym zagrożeniem o nieznanym dotąd natężeniu i zasięgu, obejmujących niemal wszystkie kraje i regiony. Rozprzestrzenił się w zaskakującym tempie, objął kolejne segmenty rynku finansowego oraz różne sektory gospodarki, a tym samym ujawnił siłę globalizacji i integracji rynków finansowych, gdy na skutek tak zwanego efektu zarażenia (*contagion effect*) i rozlania (*spill-over effect*) zagrożenia i wstrząsy naruszyły dotychczas stabilne sektory gospodarki i regiony świata dotąd niedotknięte destabilizacją¹. Kryzys dowiódł też jednocześnie trafności stwierdzenia, że rynek finansowy w jego obecnym kształcie charakteryzuje się większym prawdopodobieństwem wystąpienia scenariusza szybkiego wzrostu i spadku (*boom and bust cycle*)². Oprócz konieczności podjęcia bezpośrednich działań na niespotykaną dotychczas skalę, recesja ta wywołała szeroką, międzynarodową debatę odnośnie do wykreowania nowych strategii zapobiegania sytuacjom kryzysowym (*crisis prevention*) i zarządzania kryzysem (*crisis management and resolution*), a także nowych adekwatnych narzędzi zwiększających skuteczność podejmowanych działań. Uwypukliła się też potrzeba globalnego spojrzenia na kwestię stabilności całego systemu finansowego. Kluczowym zagadnieniem owej debaty stało się przywrócenie i zapewnienie

¹ A. Jurkowska-Zeidler, *Nowa globalna architektura finansowa*, „Gdańskie Studia Prawnicze” 2011, t. XXV, s. 535.

² M. Czaplicki, *Rola banku centralnego w zapobieganiu boomom kredytowym*, [w:] *Stabilność systemu finansowego — instytucje, instrumenty, uwarunkowania*, red. A. Alińska, B. Pietrzak, Warszawa 2012, s. 25.

stabilności najbardziej podatnego na wstrząsy elementu systemu finansowego, tj. systemu bankowego mającego niebagatelny wpływ na rozwój gospodarczy oraz istnienie nowoczesnej gospodarki³. Poprzez sprzężenie zwrotne, wraz ze wzrostem poziomu rozwoju gospodarczego zwiększa jednocześnie znaczenie systemu bankowego jako stabilizatora gospodarki, dlatego jego stabilność ma fundamentalne znaczenie dla zapewnienia trwałości całego systemu finansowego⁴.

We wspomnianej debacie przeważa pogląd, że to banki centralne powinny odgrywać kluczową rolę w zapewnieniu stabilności całego systemu finansowego, postrzegając ją jako cel pierwszoplanowy⁵. Instytucje te mają bowiem najdłuższą tradycję działania na rzecz stabilności finansowej, a także odpowiednie ku temu warunki organizacyjno-finansowe.

Bankowość centralna a stabilność systemu finansowego. Perspektywa przedkryzysowa

Zanim skala obecnego kryzysu finansowego zapoczątkowała proces rewizji utrwalonych poglądów w kwestii dbałości o stabilność systemu finansowego i roli banków centralnych w tym zakresie, w praktyce i w analizach teoretycznych dominowało stanowisko, zgodnie z którym priorytetem wyznaczającym kierunek działań banków centralnych powinna być stabilność cen, a stabilność systemu finansowego traktować należy jako cel dodatkowy.

Choć uważano oba dążenia za wzajemnie powiązane i komplementarne, jako podstawowy, statutowy mandat banków centralnych wskazywano jed-

³ M. Iwanicz-Drozdowska, *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*, Warszawa 2002, s. 33. Stąd, ze względu na objętość niniejszej pracy, kwestia stabilności systemu bankowego będzie głównym jej przedmiotem.

⁴ Wobec czego pojęcie stabilności finansowej bywa niekiedy wręcz utożsamiane ze stabilnością systemu bankowego. O innych przyczynach takiego stanowiska pisze O. Szczepańska w: *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*, Warszawa 2008, s. 37–38.

⁵ Taki pogląd dominował na forum Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei, na co wskazuje jednoznacznie treść licznych dokumentów publikowanych przez Bank (publikacje udostępniane są na stronie www.bis.org), m.in.: *Monetary policy in the crisis: Testing the limits of monetary policy*, H. Hannoun, Deputy General Manager, BIS, Seoul, 13–14.02.2012, s. 1, <http://bis.org/speeches/sp12.216.html> (dostęp: 20.06.2012); *Financial and real sector interactions: Enter the sovereign ex machina*, J. Caruana, General Manager of BIS, Mumbai, 15.11.2012, s. 6, <http://bis.org/speeches/sp111118.pdf> (dostęp: 20.06.2013); *General Manager's speech: Building a lasting foundation for sustainable growth*, J. Caruana, General Manager of BIS, Bank's Annual General Meeting, Basel, 26.06.2011, s. 5, <http://bis.org/speeches/sp110626a.html> (dostęp: 14.06.2013).

nak stabilność monetarną⁶, zorientowaną na stałość cen w średnim okresie. Niska i stabilna inflacja, przyczyniając się do trwałego rozwoju i zapewnienia zdrowych struktur gospodarki oraz przedłużenia okresu jej ekspansji, miała sprzyjać stabilności całego systemu finansowego, ograniczając możliwość wystąpienia jego zaburzeń⁷. Przyjęcie strategii celu inflacyjnego wiązało się z osiągniętym konsensusem⁸, wedle którego banki centralne, kształtując politykę pieniężną, powinny reagować na niepokojące zjawiska w systemie finansowym w takim zakresie, w jakim zjawiska te wpływają na prognozowany poziom inflacji. Uzasadniało to ich pasywną postawę wobec zmian sytuacji na rynku finansowym⁹ do momentu wystąpienia zaburzeń. Wtedy banki centralne miały podjąć aktywne działania¹⁰. Charakteryzując wzajemną współzależność stabilności cen i stabilności systemu finansowego podkreślano także, że zrównoważony system finansowy stanowi podstawę kształtowania się przewidywalnego mechanizmu transmisji impulsów polityki pieniężnej do sfery gospodarki realnej, przez co przyczynia się do utrzymania stabilności cen¹¹. Zakładano, że stabilność cen jest warunkiem koniecznym, chociaż niewystarczającym dla zapewnienia stabilności systemu finansowego. Jednocześnie, wskazywano, że banki centralne formalnie powinny odpowiadać jedynie za stabilność cen, gdyż obciążanie ich odpowiedzialnością za realizację celu stabilności systemu finansowego mogłoby skutkować zmniejszeniem ich skuteczności w dążeniu do stabilności cen¹².

W sytuacji wystąpienia kryzysu systemu finansowego, od banków centralnych oczekiwano natomiast podjęcia szczególnych działań. Jako najczęściej wy-

⁶ O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, *Banki centralne wobec kryzysów w systemie bankowym*, „Materiały i Studia” 2004, nr 11, z. 179, s. 8.

⁷ Wpływ niskiej inflacji ujawnia się przede wszystkim w zmniejszeniu asymetrii informacji, co umożliwia prawidłową alokację kapitału, i zwiększeniu dostępności kredytu, a w konsekwencji w zwiększonej skali inwestycji. Oddziałuje to na poprawę ogólnego stanu gospodarki poprzez zmniejszenie wrażliwości cyklu gospodarczego na wahania cen aktywów. Natomiast nagle zmiany tempa inflacji zazwyczaj zwiększają podatność na wystąpienie kryzysów finansowych. Szerzej na ten temat w: M. Kiedrowska P. Marszałek, *Bank centralny i stabilność finansowa*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 6, s. 6.

⁸ Nazywany konsensusem z Jackson Hole — od nazwy miejscowości, w której odbywa się coroczna konferencja poświęcona bankowości centralnej i polityce pieniężnej organizowana przez System Rezerwy Federalnej USA.

⁹ Zgodnie z którą bank centralny nie powinien likwidować baniek spekulacyjnych na rynku aktywów.

¹⁰ W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, *Ewolucja nowoczesnych strategii polityki pieniężnej*, [w:] *Wyzwania współczesnej polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, Warszawa 2012, s. 28–29. Taką politykę pieniężną określa się jako asymetryczną.

¹¹ O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, *op. cit.*, s. 8.

¹² M. Kiedrowska P. Marszałek, *op. cit.*, s. 18–19.

korzystywane przez nie sposoby zarządzania sytuacją kryzysową (choć nie jedynie) wymieniano¹³:

- funkcję pożyczkodawcy ostatniej szansy,
- prowadzenie odpowiedniej polityki informacyjnej,
- decyzję o braku interwencji.

Funkcja banku centralnego jako pożyczkodawcy ostatniej szansy to jego najbardziej charakterystyczna i najstarsza rola, której skuteczna realizacja zależy w znacznej mierze od szybkości, z jaką bank centralny zareaguje na pojawiające się w czasie kryzysu przypadki utraty płynności finansowej przez banki. Realizacja tej funkcji sprowadza się bowiem do dyskrejonalnego zasilenia w płynność poszczególnych banków, bądź systemu bankowego jako całości, wobec niekorzystnych szoków i zaburzeń tego systemu. Te bowiem skutkują nadzwyczajnym wzrostem popytu na pieniądź rezerwowy, którego banki nie są w stanie zaspokoić z innych źródeł¹⁴. Należy jednak mieć na uwadze, że banki centralne przy wykonywaniu owej funkcji powinny wystrzegać się zasilania w płynność finansową banku uznanego za niewypłacalny, pozwalając na upadek takiego banku, co ze względu na otoczenie gospodarczo-polityczne może się okazać niezwykle trudną decyzją. Co więcej, adekwatna ocena rzeczywistej kondycji finansowej konkretnego banku, który nagle utracił płynność, jest niełatwa wobec braku szybkiego dostępu do najaktualniejszych danych o tym banku w krótkim czasie, koniecznym na podjęcie przez bank centralny decyzji¹⁵. Kwestie te stanowią przykład praktycznych dylematów, przed którymi staje bank centralny w przypadku utraty płynności przez jeden z banków komercyjnych, a w dalszej perspektywie wobec zagrożenia stabilności całego systemu finansowego. Punktem odniesienia dla banku centralnego jest w takiej sytuacji zasada, zgodnie z którą awaryjne zasilenie w płynność powinno być uruchomione przez bank centralny wówczas, gdy metody rynkowe okażą się nieskuteczne oraz gdy zagrożenie rozprzestrzenienia się kryzysu na cały system finansowy jest realne¹⁶.

W odniesieniu do polityki informacyjnej banku centralnego i powiązanej z nią decyzji o braku interwencji, podkreślano zaś istotną rolę, jaką w stosowaniu tego instrumentu oddziaływania na system bankowy odgrywa transparentność oraz sposób komunikacji z rynkiem¹⁷. Właśnie dzięki owej przejrzystości działań banku centralnego, przejawiającej się w publikowaniu okresowych raportów odnośnie do sytuacji na rynkach finansowych, informacji dotyczących celów i zadań banku oraz jego stanowiska w kwestiach kształtowania polityki monetarnej, bank

¹³ D. Kadłubowski, *Bezpieczeństwo rynku finansowego — rola Narodowego Banku Polskiego*, Prace Naukowe WPAiE Uniwersytetu Wrocławskiego, e-monografie nr 6, Bezpieczeństwo rynku finansowego, Wrocław 2010, s. 34–42.

¹⁴ O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, *op. cit.*, s. 9.

¹⁵ D. Kadłubowski, *op. cit.*, s. 37.

¹⁶ O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, *op. cit.*, s. 11.

¹⁷ D. Kadłubowski, *op. cit.*, s. 38.

centralny zwiększa swoją wiarygodność i umacnia niezależność. Dzięki temu jednocześnie ułatwia podmiotom rynku finansowego formułowanie ich oczekiwań wobec działań banku centralnego oraz dostosowywanie działań własnych w zależności od rozwoju zdarzeń w otoczeniu gospodarczym¹⁸. Odpowiednio stosowane instrumenty i sposoby komunikacji z rynkiem w warunkach gospodarczego wzrostu i braku zaburzeń w systemie finansowym stanowią fundament prowadzenia skutecznej polityki informacyjnej w warunkach kryzysowych. Wówczas jednak idea transparentności ustępuje zasadnie konstruktywnej niejednoznaczności, wedle której w warunkach zaburzeń w systemie bankowym przekaz informacji, odnośnie do obranej przez bank centralny strategii zarządzania sytuacją kryzysową i jego stanowiska w kwestii realizacji funkcji pożyczkodawcy ostatecznej szansy, powinien być ograniczony do minimum, by zredukować zjawisko pokusy nadużycia oraz by nie osłabiać dyscypliny rynkowej¹⁹. Zagrożenie, które niosą ze sobą ryzyko systemowe oraz ryzyko utraty reputacji, skłania banki centralne do przedstawiania informacji o podjętych działaniach i przesłankach, jakimi kierowano się przy podejmowaniu kluczowych decyzji, dopiero po zażegnaniu niebezpieczeństwa rozprzestrzenienia się kryzysu, a nawet wtedy informacje te ujawniane są w sposób selektywny.

Co ujawnił kryzys finansowy?

Zapoczątkowany w 2007 r. kryzys finansowy uwypuklił wpływ występujących w systemie bankowym tak zwanych boomów kredytowych i baniek spekulacyjnych na rynkach aktywów²⁰ jako czynników stanowiących podstawową przyczynę niestabilności tego systemu, a w konsekwencji także zagrożenie dla systemu finansowego jako całości. Dotychczasowa strategia banków centralnych, celująca w utrzymywanie niskiej i zrównoważonej inflacji przy jednoczesnej stabilnej sytuacji gospodarczej, nie była wystarczająca dla zapewnienia stabilności systemu finansowego²¹. Co więcej, przyczyniła się ona do zjawiska niedoszacowania ryzyka i zwiększonej gotowości do jego podejmowania przez banki komercyjne. Czynniki te w połączeniu z asymetryczną polityką pieniężną, zwiększonym dostępem do finansowania akcji kredytowej i silną presją konkurencyjną doprowadziły do ob-

¹⁸ M. Kiedrowska P. Marszałek, *op. cit.*, s. 13.

¹⁹ O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, *op. cit.*, s. 12. Przesłanki te stanowią także argument za podjęciem decyzji o braku interwencji względem banku komercyjnego zagrożonego niewypłacalnością.

²⁰ Definiowane są jako dynamiczny wzrost cen aktywów, powodujący znaczne odchylenie tych cen od wartości fundamentalnej aktywów, charakteryzujący się wysokim prawdopodobieństwem nagłego, gwałtownego odwrócenia tego trendu.

²¹ C. Borio, I. Shim, *What can (macro-)prudential policy do to support monetary policy?*, BIS Working Paper No. 242, grudzień 2007, s. 2, <http://bis.org/publ/work242.htm> (dostęp: 14.07.2013).

nizienia stóp procentowych i nadmiernej akcji kredytowej. Negatywnym skutkiem zaistniałych okoliczności było powstanie boomu kredytowego, który przyczynił się właśnie do powstania bańki spekulacyjnej na rynku aktywów. Pęknięcie tej bańki, poprzez spadek cen aktywów, zmniejszenie wartości zabezpieczeń bankowych i znaczny wzrost wartości niespłacanych należności, było istotnym katalizatorem kryzysu bankowego. Jego skutki wykroczyły poza system bankowy i objęły cały system finansowy²².

Innymi słowy, stabilności monetarnej, której wyznacznikiem jest niska inflacja, może towarzyszyć brak stabilności finansowej, spowodowany zmianami cen aktywów, a często przekształcający się w kryzys. Należy wobec tego stwierdzić, że choć brak zagrożenia wzrostem inflacji, której wysoki poziom wywoływał w przeszłości kryzysy finansowe, to istotny i konieczny warunek zapewnienia stabilności systemu finansowego, jest on jednak zdecydowanie niewystarczający.

Ponadto, w przypadku zaistnienia określonych okoliczności, podatność systemu finansowego na kryzysy może nawet wzrosnąć w okresie niskiej inflacji. Sytuacja taka ma miejsce wtedy, gdy skuteczna polityka monetarna, dzięki utrzymaniu przez długi czas inflacji na niskim poziomie oraz niskich stóp procentowych, pobudza wydłużony okres wzrostu gospodarczego i tym samym stanowi dodatkowy bodziec dla banków komercyjnych do zwiększonej pogoni za zyskiem (*search for yield*) oraz do podejmowania nadmiernego ryzyka. W rzeczywistości prowadzi to do narastania nierównowagi finansowej jako skutku ubocznego zasadniczo pozytywnego zjawiska, jakim jest niska inflacja. Z powodu przekroczenia przez tę nierównowagę finansową pewnego progu granicznego dochodzi do odpowiednio większego szoku i zaburzeń w systemie bankowym, co określa się niekiedy mianem paradoksu stabilności cen (*paradox of price stability*)²³.

Kolejną prawidłowością, ujawniającą się przy zaistnieniu przedstawionych okoliczności, jest brak czytelnych sygnałów z otoczenia gospodarczego, zwiastujących niestabilność trwającego dłuższy czas wzrostu gospodarczego. Przejawia się to w szczególności w opóźnionym występowaniu presji inflacyjnej, która zazwyczaj stanowiła swoiste ostrzeżenie przed nasilającą się niestabilnością (*paradox of credibility*). Innymi sygnałami ostrzegawczymi są zjawisko nadmiernej akcji kredytowej oraz znaczne zmiany cen na rynku aktywów²⁴. Wahania cyklu szybkiego wzrostu i spadku wobec utrzymywania przez długi czas niskiego poziomu inflacji mogą być postrzegane jako efekt uboczny uznawanego dotąd za korzystne w wymiarze gospodarczym połączenia trzech czynników: ekonomicznej liberalizacji i globalizacji oraz wiarygodnej strategii antyinflacyjnej²⁵.

²² M. Czaplicki, *op. cit.*, s. 25–26.

²³ M. Shirakawa, *Central Banking: Before, during and after the crisis*, „International Journal of Central Banking” 2013, s. 380, <http://ijcb.org/journal/ijcb13q0a18.pdf> (dostęp: 11.05.2013).

²⁴ C. Borio, I. Shim, *op. cit.*, s. 4.

²⁵ C. Borio, H. Zhu, *Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism?*, BIS Working Papers No. 268, grudzień 2008, s. 15–16, <http://bis.org/publ/work268.htm> (dostęp: 14.07.2013).

W takim otoczeniu gospodarczym występuje także niebezpieczna tendencja wśród podmiotów aktywnych w systemie bankowym do pomijania powszechnie znanej korelacji pomiędzy długością i wielkością fazy wzrostu a zwiększonym prawdopodobieństwem nastąpienia po niej fazy spadku. Paradoksalnie, system finansowy wydaje się najsilniejszy i odporny na zaburzenia, wtedy jest najbardziej zagrożony i podatny na wstrząsy (*paradox of instability*)²⁶.

Należy jednak pamiętać, że pewne zjawiska, charakterystyczne a zarazem determinujące wahania cyklu szybkiego wzrostu i spadku w skali krajowej, znajdują odzwierciedlenie w procesach zachodzących w skali globalnej. Utrzymujący się przez wyjątkowo długi czas niski poziom inflacji oraz stóp procentowych w gospodarkach wysoko rozwiniętych w latach poprzedzających kryzys oddziaływał na krajowe gospodarki rynków wschodzących, których rozwój jest w dużej mierze uzależniony od eksportu towarów, co stanowi bodziec dla przyjęcia przez nie strategii nakierowanej na utrzymanie stabilnego kursu walutowego na niskim poziomie²⁷. Wzajemne oddziaływanie tych zjawisk na tle postępującej globalizacji, skutkującej ograniczeniem pola manewru poszczególnych krajów w kształtowaniu ich własnej polityki gospodarczej ze względu na powiązania z globalnym otoczeniem, doprowadziło do wzrostu podaży pieniądza i konsekwentnie do wzrostu cen aktywów w skali globalnej²⁸. Już w fazie zaistniałego kryzysu finansowego opisany mechanizm współzależności spotęgował natomiast negatywne skutki kryzysu.

Właśnie poprzez taką globalną perspektywę należy spojrzeć także na kwestię kształtowania cen na rynkach aktywów, gdyż w dużej mierze są one zależne od poziomu ogólnosiwiatowego popytu na aktywa. Ten zaś formułuje się jako wypadkowa kolektywnych decyzji banków centralnych. Dlatego, jak widać na przykładzie opisywanego kryzysu finansowego, dotychczasowa polityka pieniężna, prowadzona w skali krajowej bądź lokalnej („*own house in order*” doctrine), nie jest wystarczającą odpowiedzią na wyzwania wynikające z postępującej globalizacji, a więc musi uwzględniać także warunki panujące na globalnym rynku finansowym²⁹.

Równie istotne wnioski nasuwają się z obserwacji działań podejmowanych przez banki centralne w odpowiedzi na zaistniały kryzys finansowy — polegających na odpowiedniej zmianie stóp procentowych. Ten podstawowy instru-

²⁶ C. Borio, M. Drehman, *Towards an operational framework for financial stability: “Fuzzy” measurement and its consequences*, BIS Working Papers No 284, czerwiec 2009, s. 9–10, <http://bis.org/publ/work284.htm> (dostęp: 14.07.2013).

²⁷ J. Caruana, *Central banking between past and future: which way forward after the crisis?*, Speech by General Manager of BIS, South African Reserve Bank 90th Anniversary Seminar, Pretoria, 1.07.2011, s. 2, <http://bis.org/speeches/sp110707.htm> (dostęp: 25.07.2013).

²⁸ C. Borio, I. Shim, *op. cit.*, s. 4.

²⁹ M. Shirakawa, *op. cit.*, s. 385.

ment transmisji impulsów polityki pieniężnej do gospodarki realnej, w ramach którego banki centralne wykorzystują podmioty działające na rynku finansowym (w szczególności banki) jako pośredników w kształtowaniu oczekiwanej podaży pieniądza w gospodarce, w warunkach obecnego kryzysu okazał się narzędziem mało skutecznym. Wynika to z faktu, że następstwem wystąpienia kryzysu finansowego jest zasadnicza zmiana strategii działania podmiotów rynku finansowego. Przejawia się ona we wzroście awersji do ryzyka oraz ukierunkowaniu na zarządzanie płynnością, co z kolei powoduje ograniczenie akcji kredytowej oraz spadek płynności na rynku aktywów przy jednoczesnym wzroście popytu na pieniądź rezerwowy banku centralnego³⁰. Obecny kryzys wyeksponował zaś w szczególności natężenie zjawiska refinansowania banków komercyjnych na rynku papierów wartościowych, gdyż dzięki liczным innowacyjnym instrumentom finansowym banki przekształciły aktywa kredytowe w papiery wartościowe i wyemitowały je na rynek finansowy w wyniku sekurytyzacji, co ograniczyło znaczenie narzędzi służących bankom centralnym w celu refinansowania banków komercyjnych³¹. W konsekwencji kumulacji tych negatywnych zjawisk, w czasie kryzysu zmiany stóp procentowych banku centralnego przestały wywierać wpływ na rynek międzybankowy, a przez to również na gospodarkę realną. Oznacza to, że warunkiem sprawnego i przewidywalnego funkcjonowania kanałów transmisji impulsów polityki pieniężnej jest stabilny rynek finansowy. W momencie niestabilności i zaburzeń skuteczność polityki pieniężnej znacząco bowiem maleje, zmniejsza się też wówczas prawdopodobieństwo osiągnięcia przez bank centralny któregośkolwiek z dwóch zamierzonych celów. Dlatego stosowanie kanału stóp procentowych nie jest wystarczającym narzędziem do zapewnienia stabilności systemu finansowego, a podejmowane przez bank centralny interwencje w tym zakresie mogą przynieść efekt przeciwny do zamierzonego³².

Warto także zwrócić uwagę na kolejną kwestię, która przed kryzysem finansowym nie budziła większych kontrowersji, a na skutek jego wystąpienia ponownie stała się przedmiotem debaty. Mowa o korelacji pomiędzy polityką pieniężną banku centralnego a polityką fiskalną państwa. Dotychczas nie podważano zasadności i prawidłowości traktowania ich jako oddzielnych przedsięwzięć, chociaż wskazywano w literaturze, że obie wzajemnie na siebie oddziałują³³. W czasie

³⁰ M. Czaplicki, *op. cit.*, s. 28. Należy także podkreślić wpływ tych czynników na otoczenie gospodarcze, w szczególności efekt majątkowy, czyli przyczynienie się do spadku wartości zabezpieczeń oraz rosnących trudności w obsłudze zadłużenia przez podmioty gospodarcze. Narastanie opisanych zjawisk w połączeniu ze spadkiem podaży pieniądza w gospodarce stwarza warunki szybkiego przekształcenia się kryzysu finansowego w kosztowną recesję.

³¹ H. Kołodziejczyk, *Działania Systemu Rezerwy Federalnej i Europejskiego Banku Centralnego w reakcji na kryzys finansowy*, [w:] *Wyzwania współczesnej polityki pieniężnej...*, s. 100.

³² L.E.O. Svensson, *Monetary policy after the financial crisis*, Speech at the conference "Asia's role in the post-crisis global economy", Federal Reserve Bank of San Francisco, 29 listopada 2011, s. 3–7, <http://www.bis.org/review/r111201a.pdf?frames=0> (dostęp: 23.06.13).

³³ M. Kiedrowska P. Marszałek, *op. cit.*, s. 14.

kryzysu finansowego, wobec borykania się większości państw z nadmiernym poziomem deficytu budżetowego oraz długu publicznego, rosła jednak presja na banki centralne, aby ułatwiły finansowanie deficytów budżetowych tychże państw między innymi poprzez zakup rządowych instrumentów dłużnych. Podejmowanie tych działań powodowało częściowe zacieranie linii rozgraniczającej politykę pieniężną od polityki fiskalnej oraz wzbudziło obawy, czy aby polityka pieniężna nie została podporządkowana realizacji celów polityki fiskalnej i strategii zarządzania długiem publicznym (*risk of fiscal dominance*)³⁴. Co więcej, zabiegi te niewątpliwie stanowią zagrożenie zarówno dla stabilności cen, jak i dla stabilności systemu finansowego oraz zaburza równowagę gospodarki, podważając wiarygodność banków centralnych i poddając w wątpliwość ich niezależność operacyjną³⁵. Wobec tego, na skutek kryzysu finansowego, pytanie o właściwy kształt relacji pomiędzy bankiem centralnym a władzą fiskalną stało się znów aktualne.

Ponadto, oparcie strategii zarządzania zaistniałym kryzysem finansowym na przeprowadzeniu przez banki centralne tak szeroko zakrojonych działań i wykorzystaniu tak rozległego wachlarza instrumentów wzbudziło zarazem w otoczeniu gospodarczym przekonanie o możliwości dokonywania przez nie nieograniczonych interwencji (*illusion of unlimited intervention*)³⁶. Niewątpliwie, w czasie kryzysu finansowego banki centralne powinny zastosować wszelkie odpowiednie narzędzia, w które je wyposażono, aby mogły reagować na negatywne zjawiska. Postrzeganie banków centralnych jako podmiotów władnych utrzymać stabilny poziom cen, nieprzerwanie zasilać w płynność finansową system bankowy, obniżać koszty obsługi długu publicznego, finansować deficyt budżetowy i jednocześnie pobudzać zrównoważony wzrost gospodarczy, wzrost poziomu zatrudnienia i wyeliminować nierównowagę finansową w gospodarce jest jednak zarówno nierealistyczne, jak i szkodliwe. W żadnej mierze banki centralne się są bowiem w stanie sprostać oczekiwaniom formułowanym z tej perspektywy, przez co znów zakwestionowana zostaje ich wiarygodność, a tak długo, jak te oczekiwania nie zostają zweryfikowane, rośnie pokusa nadużycia (*moral hazard*)³⁷.

Mając na uwadze powyższe, należy zaznaczyć, że to szerokie spektrum działań i instrumentów, zastosowane przez banki centralne w trakcie kryzysu, miało zasadniczo dwoisty charakter, podobnie jak sama reakcja tych podmiotów, która przebiegała dwuetapowo. W pierwszej fazie kryzysu finansowego podmioty te wykorzystały mianowicie tradycyjne narzędzia polityki pieniężnej. Wobec skali niedoboru płynności na rynku finansowym, okazały się one jednak niewystarczające, co w konsekwencji spowodowało zastosowanie niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej, stanowiących w istocie działania z zakresu polityki bilanso-

³⁴ H. Hannoun, *op. cit.*, s. 14–15.

³⁵ H. Kołodziejczyk, *op. cit.*, s. 102.

³⁶ H. Hannoun, *op. cit.*, s. 1.

³⁷ C. Borio, *Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters?*, BIS Working Paper No. 353, wrzesień 2011, s. 11, <http://www.bis.org/publ/work353.pdf> (dostęp: 18.07.2013).

wej, określane jako rozluźnienie (luzowanie) ilościowe (*quantitative easing*) lub jakościowe (*qualitative easing*)³⁸. Dlatego cechą wspólną tych niekonwencjonalnych instrumentów polityki bilansowej jest oddziaływanie na rynki finansowe z pominięciem kanału stóp procentowych oraz w warunkach niesprawności mechanizmu transmisji impulsów polityki pieniężnej³⁹. Wdrażanie programów interwencyjnych, bazujących na takich instrumentach, doprowadziło do znacznego przyrostu sumy bilansowej banków centralnych oraz zmiany struktury bilansu banków centralnych ze względu na zwiększony udział ryzykownych i mniej płynnych aktywów.

Z kolei, długookresowa strategia i skala zastosowania tych niestandardowych narzędzi polityki bilansowej naświetliły kontrast pomiędzy ostrożnymi działaniami banków centralnych odnośnie zacieśniania polityki monetarnej w fazie wzrostu a zdecydowanymi („agresywnymi”) działaniami z zakresu rozluźnienia ilościowego i jakościowego w czasie kryzysu. Taka asymetryczna postawa owych podmiotów, uzależniona od fazy cyklu gospodarczego, w połączeniu z bardzo niskim poziomem stóp procentowych, ograniczyła pole manewru przy podejmowaniu działań antykryzysowych, umacniając tym samym czynniki destabilizujące system finansowy i utrudniając zadanie przywrócenia jego równowagi⁴⁰.

Jakkolwiek zastosowanie przez banki centralne niekonwencjonalnych narzędzi oddziaływania na rynek finansowy i podjęcie działań antykryzysowych na niespotykaną dotąd skalę było uzasadnione zaistniałymi okolicznościami w momencie wystąpienia kryzysu, o tyle kontynuowanie tych działań przez zbyt długi czas stwarza niebezpieczeństwo paraliżowania prób przywrócenia stabilności systemu finansowego. Przez utrwalenie wrażenia, że niekonwencjonalna polityka monetarna stała się nową zasadą i rutynowym wzorcem działania banków centralnych, uczestnicy rynku finansowego nie otrzymują bowiem bodźca do naprawy ich bilansów, rozpoznania strat i spłaty zaciągniętych zobowiązań⁴¹. Konieczny odwrót od niestandardowych metod i narzędzi kształtowania polityki monetarnej oraz oddziaływania przez banki centralne na rynek finansowy będzie zatem wymagał opracowania i wdrożenia planu stopniowej normalizacji polityki pieniężnej (tzw. strategii wyjścia).

Na podstawie przedstawionych argumentów należy stwierdzić, że bankowość centralna to wciąż ewoluująca sfera, której dotychczasowe funkcjonowanie i przyjęte strategie działania na skutek kryzysu finansowego zostały poddane

³⁸ H. Kołodziejczyk, *op. cit.*, s. 84.

³⁹ H. Żywiecka, *Quantitative easing jako reakcja banków centralnych na niedobór płynności sektora bankowego na przykładzie Systemu Rezerwy Federalnej*, [w:] *Wyzwania współczesnej polityki pieniężnej...*, s. 72. Przedstawiono tam i scharakteryzowano klasyfikację działań określanych mianem *quantitative easing*, wyróżniając: *direct quantitative easing*, *indirect quantitative easing*, *direct credit easing* oraz przybliżając podział na *quantitative easing* i *qualitative easing*.

⁴⁰ J. Caruana, *Central banking...*, s. 3.

⁴¹ C. Borio, *op. cit.*, s. 5–6.

rewizji i ujawniły tkwiące w nich słabości. W strukturze nadzoru nad rynkiem finansowym (niezależnie od przyjętego modelu instytucjonalnego nadzoru) za najistotniejszą, naświetloną przez kryzys wadę konstrukcyjną należy uznać brak podejścia systemowego do nadzoru nad rynkiem. Ta luka regulacyjna polegała nie tyle na zaniechaniu identyfikacji i analizy ryzyka zagrażającego stabilności systemu finansowego, a immanentnie wpisanego w jego funkcjonowanie, ile na braku instytucji posiadającej wyraźny mandat do podejmowania konkretnych działań, niezbędnych do skutecznego przeciwdziałania temu ryzyku (systemowemu) i korygujących funkcjonowanie całego systemu finansowego, oraz na braku skutecznego instrumentarium zaprojektowanego w tym celu⁴².

Prowadzi to do konkluzji, że przedkryzysowe spojrzenie na kwestie skuteczności i adekwatności modelu oraz metod działania banków centralnych, zarówno w fazie wzrostu, jak i w fazie niestabilności oraz kryzysu, wobec wyznaczonych im celów utrzymania stabilności cen i stabilności systemu finansowego, należy zrewidować.

Bankowość centralna a stabilność systemu finansowego. Perspektywa pokryzysowa

Niewątpliwie, w następstwie kryzysu finansowego i zastosowanych programów zarządzania sytuacją kryzysową potwierdzona została fundamentalna rola banków centralnych w przeciwdziałaniu negatywnym skutkom kryzysu, ale także uwypukliło się ich znaczenie jako podmiotów wywierających wpływ na cały system finansowy niezależnie od fazy cyklu gospodarczego. W konsekwencji, eliminacja słabości dotychczasowego modelu bankowości centralnej to najpilniejsze zadanie stojące nie tylko przed teoretykami i praktykami bankowości, ale także decydentami politycznymi. W tym celu w ramach prowadzonej międzynarodowej debaty zaproponowano nowy konsensus zakładający modyfikację strategii działania banków centralnych — ukierunkowanie jej na cel stabilności systemu finansowego, jako równoważny wobec stabilności cen, oraz aktywniejszą postawę, w szczególności w fazie wzrostu gospodarczego⁴³. Jego zwolennicy postulują, aby podmioty te podejmowały działania wyprzedzające w fazie wzrostu (*ex ante*

⁴² J. Szpunar, *Rola polityki makroostrożnościowej w zapobieganiu kryzysom finansowym*, „Materiały i Studia” 2012, z. 278, s. 5, http://www.nbp.pl/publikacje/materiały_i_studia/ms278.pdf (dostęp: 17.08.2012).

⁴³ J. Fraité, Z. Komárková, L. Komárek, *Monetary policy in a small economy after the tsunami: A new consensus on the horizon?*, „Czech Journal of Economics and Finance” 2011, t. 61, s. 30, <http://journal.fsv.cuni.cz/mag/article/show/id/1202> (dostęp: 28.08.2012).

policy)⁴⁴, interweniując już w momencie narastania nierównowagi finansowej na rynku finansowym, jak również by opracowano i wdrożono efektywniejsze narzędzia i programy zarządzania sytuacją kryzysową.

Dlatego podmioty te powinny w większym stopniu monitorować zmiany zachodzące na rynku finansowym będące symptomem rosnącego zagrożenia dla jego stabilności, tj. wahania cen aktywów i kształtowanie się akcji kredytowej banków komercyjnych. W momencie ujawnienia się niepożądanych tendencji, banki centralne zamiast pasywnej postawy powinny zaś zastosować aktywną politykę, między innymi aby nie dopuścić do powstania i pęknięcia bańki spekulacyjnej⁴⁵. Pomocne w tym procesie ma być zaadaptowanie elastycznej strategii celu inflacyjnego (*flexible inflation targeting*), uwzględniającej stabilność finansową jako jedną ze zmiennych branych pod uwagę w trakcie kształtowania polityki pieniężnej, jej dynamiki i skali reakcji na narastanie nierównowagi finansowej. Kiedy osobnym, pierwszoplanowym celem tych podmiotów staje się bowiem utrzymanie równowagi systemu finansowego, wówczas jego realizacja wymusza podejmowanie decyzji w krótszym okresie, bez wpływu na długoterminowe na-kierowanie prowadzonej polityki pieniężnej na stabilność cen⁴⁶.

Ponadto, w ramach tej strategii postuluje się wydłużenie okresu, w którym dąży się do osiągnięcia celu inflacyjnego, powyżej przyjmowanego na ogół okresu dwóch lat. Dzięki temu banki centralne będą w stanie wcześniej zarejestrować rosnące ryzyko wystąpienia zaburzeń na przestrzeni całego cyklu gospodarczego. Stworzy to również większe pole manewru dla tych podmiotów przy podejmowaniu działań wyprzedzających, zapobiegających narastaniu nierównowagi finansowej, nawet wobec utrzymywania się niskiego, stabilnego poziomu inflacji⁴⁷. Jednocześnie, podkreśla się, że w ramach elastycznej strategii celu inflacyjnego banki centralne powinny akceptować krótkookresowe odchylenia od wyznaczonego celu inflacyjnego, aby mógł być osiągnięty w okresie średnim lub długim.

W ramach proponowanego konsensusu, wskazuje się także na konieczność przyjęcia bardziej wyważonego podejścia i harmonijnego kształtowania polityki monetarnej na przestrzeni całego cyklu gospodarczego, poprzez zwiększenie natężenia zacieśniania polityki monetarnej w fazie wzrostu i zmniejszenie skali środków oraz instrumentów z zakresu rozluźnienia ilościowego i jakościowego, stosowanych w ramach zarządzania sytuacją kryzysową⁴⁸. Zgodnie z nowym konsensusem, postawa banków centralnych, jako podmiotów oddziałujących bezpośrednio na system finansowy, powinna być zatem bardziej symetryczna, co ma sprzyjać utrzymaniu stabilności tego systemu.

⁴⁴ M. Shirakawa, *op. cit.*, s. 377.

⁴⁵ W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, *op. cit.*, s. 30–31.

⁴⁶ J. Frait, Z. Komárková, L. Komárek, *op. cit.*, s. 24–25.

⁴⁷ H. Hannoun, *op. cit.*, s. 18.

⁴⁸ J. Caruana, *op. cit.*, s. 3.

Jak się jednak okazało, „przedkryzysowe” narzędzia, w jakie wyposażono banki centralne, były niewystarczające i nieadekwatne w stosunku do celów stawianych tym podmiotom. Wobec tego podkreśla się, że niezbędne jest uzupełnienie dotychczasowych regulacji rynku finansowego i nadzoru nad nim o orientację makroostrożnościową, nakierowaną na aktywne identyfikowanie, analizowanie, monitorowanie i przeciwdziałanie narastaniu ryzyka systemowego i jego materializacji oraz wzmacnianie odporności systemu finansowego na negatywne zaburzenia o dużej skali⁴⁹. Przyjęcie takiej perspektywy oznacza, że, kształtując nadzór oraz regulacje rynku finansowego, powinno się postrzegać system finansowy jako całość i skupiać na ryzyku tkwiącym w tym systemie, nie zaś na pojedynczych instytucjach finansowych, uwzględniając przy tym współzależności, jakie zachodzą pomiędzy gospodarką realną, jej cyklicznością a funkcjonowaniem systemu finansowego⁵⁰. Stąd wypełnienie dotychczasowej luki regulacyjnej, celujące we wzmocnienie stabilności systemu finansowego, wymaga rozstrzygnięcia trzech podstawowych kwestii⁵¹:

- stworzenia ram organizacyjno-instytucjonalnych polityki makroostrożnościowej,
- opracowania metod i narzędzi identyfikacji i monitorowania ryzyka systemowego,
- określenia, sklasyfikowania i kalibracji instrumentów makroostrożnościowych.

Wynikiem prac i analiz poświęconych pierwszemu z powyższych zagadnień było sformułowanie zbioru rekomendacji, precyzujących cechy determinujące wzorcowy model organizacyjny polityki makroostrożnościowej (bez jednoznacznego definiowania struktury instytucjonalnej), na podstawie którego powołano już liczne organy makroostrożnościowe⁵². Wśród owych rekomendacji na pierwszy plan wysuwa się postulat zagwarantowania niezależności takiej instytucji, nadania jej klarownego mandatu wraz z kompetencjami i narzędziami odpowiednimi do jego realizacji, zapewnienia szerokiego dostępu do informacji oraz wyznaczenia właściwego poziomu transparentności jej działalności oraz reguł odpowiedzialności. W przedmiocie opracowania skutecznych metod identyfikacji i analizy ryzyka systemowego wciąż niezbędne są dalsze badania. Kompletowanie instrumentarium makroostrożnościowego⁵³ odbywa zaś się dwutorowo: na podstawie

⁴⁹ A. Dobrzańska, *Wzmacnianie stabilności finansowej poprzez wykorzystanie polityki makroostrożnościowej – cel, organizacja, instrumenty*, [w:] *Stabilność systemu finansowego...*, s. 39.

⁵⁰ C. Borio, I. Shim, *op. cit.*, 5.

⁵¹ A. Dobrzańska, *op. cit.*, 40.

⁵² Szerzej na ten temat patrz: J. Szpunar, *op. cit.*, s. 26–35. Zaleca się jednak, aby to banki centralne pełniły wiodącą rolę w sprawowaniu polityki makroostrożnościowej ze względu na ich prawnie gwarantowaną niezależność, szerokie zaplecze analityczne oraz zatrudnianie wysoko wykwalifikowanych specjalistów.

⁵³ Klasyfikując instrumenty makroostrożnościowe, można wyróżnić instrumenty zapobiegające ryzyku systemowemu w wymiarze czasowym (np.: antycykliczne bufora kapitałowe, zmienne

dotychczas stosowanych narzędzi w ramach nadzoru mikroostrożnościowego, a odpowiednio kalibrowanych do wymagań polityki makroostrożnościowej, oraz poprzez konstruowanie całkiem nowych narzędzi. Ze względu na złożoną naturę ryzyka systemowego i jego ciągłą ewolucję w warunkach globalizacji i innowacyjności, katalog tych narzędzi powinien jednak pozostać otwarty.

Obok realizowanych już projektów wkomponowania w dotychczasowe regulacje polityki makroostrożnościowej, której wdrażanie ze względu na jej charakter prewencyjny powinno być priorytetem, należy też opracować nowe strategie zarządzania sytuacją kryzysową (*ex post policy*). Te mają się opierać w znacznym stopniu na zrekonstruowanych kanałach transmisji impulsów polityki pieniężnej oraz niestandardowych instrumentach polityki bilansowej, wspomagających inne, tradycyjne narzędzia polityki pieniężnej.

Słabości przedkryzysowych planów działania uwypuklone przez kryzys, w szczególności nieskuteczność kanału stóp procentowych, ujawniły potrzebę szerszego spojrzenia na kwestię modelowania kanałów transmisji impulsów polityki pieniężnej. W ramach trwających badań nad modyfikacją tych kanałów, podejmowane są starania zmierzające do zwiększenia roli czynników znamionujących narastanie niestabilności finansowej, takich jak zmiany podaży pieniądza i cen aktywów, w prognozowaniu poziomu inflacji⁵⁴.

Podobnie, przy wykorzystaniu wiedzy płynącej z realizacji programów naprawczych jako reakcji na kryzys finansowy, niezbędne jest przygotowanie spójnej koncepcji stosowania niekonwencjonalnych narzędzi polityki bilansowej (jeśli sięgnięcie do tego instrumentarium będzie uzasadnione okolicznościami), zawierającej wytyczne wskazujące zasady i właściwą sekwencję wykorzystania tych narzędzi, a także uwzględniającej postulat ograniczania pokusy nadużycia (*moral hazard*) po stronie podmiotów działających na rynku finansowym.

Kolejnym żądaniem formułowanym w ramach trwającej, międzynarodowej debaty, jest dalsze zwiększenie przejrzystości polityki banków centralnych i powiązanej z nią wiarygodności tych podmiotów, w szczególności w zakresie działań podejmowanych na rzecz stabilności systemu finansowego⁵⁵. Przejrzystość i wiarygodność to elementy jakościowych ram polityki pieniężnej, zwiększające jej skuteczność nie tylko w stabilizowaniu cen, ale także w kontekście dbałości o stabilność systemu finansowego.

wagi ryzyka, dynamiczne bufora płynnościowe) oraz w wymiarze sektorowym (np.: obowiązek opracowania planów restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, wymogi informacyjne). Szerzej na ten temat patrz: A. Dobrzańska, *op. cit.*, s. 44–49.

⁵⁴ W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, *op. cit.*, s. 33–34.

⁵⁵ J. Caruana, *op. cit.*, s. 5.

Jak wskazują wyniki badań empirycznych, „większy stopień transparentności redukuje zmienność i uporczywość inflacji”⁵⁶, zwiększając efektywność polityki pieniężnej. Wyznacznikiem przejrzystości działań banku centralnego jest jego właściwa komunikacja z otoczeniem gospodarczym. Ogranicza ona asymetrię informacji oraz wzbogaca wiedzę otoczenia o zachowaniach innych podmiotów działających na rynku i możliwych konsekwencjach procesów, zachodzących zarówno w systemie finansowym, jak i w gospodarce realnej, a tym samym stanowi bodziec do korygowania zachowań otoczenia. O jej skuteczności decyduje przydatność, wysoka jakość oraz klarowność ujawnianych informacji. Odnosząc się ściśle do wpływu przejrzystości na wzmocnienie stabilności systemu finansowej, należy wskazać na szczególną rolę publikowanych w ostatnich latach raportów o stabilności finansowej. Poprzez te raporty banki centralne naświetlają źródła ryzyka zagrażającego stabilności systemu i informują o przysługujących im kompetencjach w ramach zarządzania sytuacją kryzysową, wskazując na ograniczenia w tym zakresie⁵⁷.

Przejrzystość działań banku centralnego zwiększa z kolei jego wiarygodność, która ma niebagatelne znaczenie dla realizacji przez ten podmiot celu stabilności systemu finansowego. Dzięki niej może on wypełniać funkcję pożyczkodawcy ostatniej szansy w momencie zaistnienia kryzysu finansowego, nie powodując jednocześnie wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Może również w większym stopniu minimalizować niebezpieczeństwo narastania potencjalnych zaburzeń na rynku finansowym i ich rozszerzania się na cały system finansowy, gdyż otoczenie oczekuje od wiarygodnego banku centralnego skutecznej interwencji neutralizującej takie zagrożenie i odpowiednio dostosowuje swoje zachowanie.

Niezmierznie istotną kwestią, a bezpośrednio wpływającą na wiarygodność i przejrzystość działania banków centralnych, jest także potrzeba potwierdzenia i wzmocnienia ich niezależności. Fundamentalnego znaczenia prawnie zagwarantowanej niezależności instytucjonalnej, funkcjonalnej i finansowej tych podmiotów nie kwestionowano ani przed wystąpieniem kryzysu finansowego, ani w trakcie jego trwania. Niemniej, istotne zaangażowanie banków centralnych w realizację celów polityki fiskalnej i strategii zarządzania długiem publicznym w ramach podejmowanych na poziomie krajowym działań antykryzysowych uwypukliło ich podatność na oddziaływanie nasilonej presji politycznej. Stąd niezbędne jest doprecyzowanie przyznanego tym podmiotom zakresu kompetencji, odpowiedniego do stawianych im celów, oraz wzmocnienie gwarancji prawnych odnośnie do ich niezależności w dążeniu do osiągnięcia tych celów, w szczegól-

⁵⁶ W. Grostal, J. Niedźwiedzińska, E. Stawasz, *Zmiany w strategii i polityce komunikacyjnej FED*, NBP Instytut Ekonomiczny, Biuro Strategii Polityki Pieniężnej, 11 kwietnia 2012 r., s. 7, http://www.nbp.pl/publikacje/bci/BCI_fed.pdf (dostęp: 18.08.2013).

⁵⁷ O. Szczepańska, *op. cit.*, s. 180–185.

ności przywrócenie rozdziału polityki pieniężnej od polityki fiskalnej⁵⁸. Reinterpretując pod tym kątem zasadę niezależności banków centralnych, należy zwrócić uwagę na trudność podejmowanych przez te podmioty procesów decyzyjnych. Muszą one bowiem uwzględniać istotę współzależności pomiędzy wyznaczanymi im celami oraz konsekwencje nieuniknionych kompromisów (*trade-offs*) wynikających z pewnej wymienności pozostających niekiedy w kolizji celów⁵⁹.

Ponadto, banki centralne powinny rozpoznać granice swoich możliwości w odniesieniu do zapewniania płynności systemu bankowego oraz, w szerszym ujęciu, granice polityki pieniężnej i bilansowej w odniesieniu do interwencji oddziałujących pośrednio na sferę gospodarki realnej, i zakomunikować o nich otoczeniu gospodarczemu. Ma to służyć odrzuceniu przez to otoczenie błędnego przekonania o możliwości dokonywania przez te podmioty nieograniczonych interwencji oraz kreowaniu racjonalnych oczekiwań⁶⁰.

Ostatnią, choć nie mniej ważną kwestią, poruszaną w ramach prowadzonej międzynarodowej debaty, jest potrzeba zwiększenia koordynacji i intensywności współpracy międzynarodowej w zakresie kształtowania polityki pieniężnej i walutowej poszczególnych krajów. Efektem tych dążeń ma być między innymi uwzględnienie w modelach analitycznych stosowanych przez banki centralne globalnego mechanizmu polityki pieniężnej — interakcji zachodzących pomiędzy działaniami banków centralnych poszczególnych państw, mających odzwierciedlenie w funkcjonowaniu systemu finansowego i gospodarki realnej w skali globalnej⁶¹, jak również opracowanie spójnych w wymiarze międzynarodowym systemów wczesnego ostrzegania i systemów przywracania płynności instytucji finansowych oraz przywracania zaufania do systemu finansowego i jego stabilności. Jako forum zapewniające efektywną międzynarodową współpracę i koordynację coraz częściej wskazuje się Międzynarodowy Fundusz Walutowy, który miałby pełnić rolę banku centralnego świata.

The role of central banking in attaining stability of the financial system. New challenges in the face of financial crisis

Summary

This paper covers the impact of the global financial crisis on the perception of central banks' role in preserving the stability of financial system. Current crisis has shaken the foundations of deceptively comfortable pre-crisis central banking setting as well as revealed its weaknesses, i.e.: passive attitude of central banks towards the build-up of financial imbalances, ineffectiveness of

⁵⁸ C. Borio, *op. cit.*, s. 9.

⁵⁹ J. Caruana, *op. cit.*, s. 4–5.

⁶⁰ H. Hannoun, *op. cit.*, s. 22.

⁶¹ C. Borio, *op. cit.*, s. 7.

monetary policy transmission mechanism, lack of macroeconomic perspective with reference to regulations and supervision, threats to operational independence of central banks due to the risk of fiscal dominance. Hence, it highlighted the challenges rising ahead, which central banks need to respond to conducting a post-crisis operational and institutional reform, i.e.: adopting a more symmetric and active approach throughout the economic cycle, including macroprudential frameworks and tools in regulations and supervision, establishing flexible inflation targeting, stronger safeguarding of central banks' independence and better comprehending a global dimension of their policies. The sum of those core proposals, referred to as *the new consensus*, is induced by a substantial shift to financial system stability as the priority goal of central banks and the precondition of price stability and sustainable growth.

Keywords: central bank, stability, financial system, monetary policy, macroprudential policy