

Aleksandra Szunke

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

NOWA FILOZOFIA PROWADZENIA POKRYZYSOWEJ POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Wprowadzenie

W ostatnich latach, w szczególności po upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers we wrześniu 2008 r., banki centralne na całym świecie przyjęły strategię niezwykle ekspansywnej polityki pieniężnej. W większości gospodarek uzasadnieniem tak znacznego rozluźnienia polityki były słabe perspektywy wzrostu gospodarczego, wynikające z narastających zaburzeń rynków finansowych, pęknięcia bańki na rynku nieruchomości, problemów z płynnością sektora bankowego, trudnościami w regulowaniu zobowiązań kredytowych przez gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa, jak również poważne problemy finansów publicznych wielu krajów. Rozluźnianie polityki monetarnej przybrało dwuetapowy charakter. W pierwszej kolejności, banki centralne zareagowały na eskalację niestabilności w postaci znacznych i gwałtownych obniżek podstawowych stóp procentowych do bezprecedensowo niskich poziomów (polityka zerowych stóp procentowych – *Zero Bound Interest Rate*)¹. Następnie, przy braku wystąpienia pożądanych rezultatów, władze monetarne podjęły decyzję o implementacji wielu niestandardowych (*non-standard*) oraz nadzwyczajnych (*unconventional*) instrumentów polityki pieniężnej. Inicjatywy te początkowo miały na celu dostarczenie płynności instytucjom bankowym i rynkom finansowym, uznawanym za systemowo ważne, jednak z czasem – podobnie jak polityka zerowych stóp procentowych – ukierunkowane zostały na obniżenie długoterminowych stóp procentowych, celem wspierania wzrostu gospodarczego².

W ramach polityki rozluźniania Europejski Bank Centralny zwiększył skalę, częstotliwość oraz terminy zapadalności operacji otwartego rynku, jak również

¹ A. Szelańska: *Polityka niskich stop procentowych a stan polskiej gospodarki*. http://zif.wzr.pl/pim/2013_2_1_48.pdf, s. 591-593 (27.12.2013).

² Szerzej: M. Stone, K. Fujita, K. Ishi: *Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far*. IMF Working Paper nr 11/145, 2011.

interweniował na rynku obligacji, w tym także obligacji państwowych. System Rezerwy Federalnej oraz Bank Anglii zdecydowały o zakupie aktywów finansowych – publicznych oraz prywatnych na znaczną skalę. Dodatkowo, amerykański bank centralny przyjął zasady polityki zwiększonej przejrzystości (*forward guidance policy*), dostarczając uczestnikom dodatkowych informacji o oczekiwanej ścieżce prowadzenia polityki monetarnej oraz wyraźnym ukierunkowaniu tej polityki na obniżenie struktury terminowej stóp procentowych.

Z perspektywy pokryzysowej ujawnia się więc nowa filozofia prowadzenia polityki pieniężnej. Współczesna bankowość centralna stoi bowiem przed wieloma wyzwaniami. Jeszcze kilka lat temu banki centralne, koncentrując się na celu inflacyjnym, oddziaływały przede wszystkim na krótkoterminowe stopy procentowe. Doświadczenia globalnego kryzysu finansowego pokazują jednak, iż polityka monetarna ulega ewolucji zarówno w zakresie celów, zadań, jak i stosowanych instrumentów. Przemianom ulega także charakter instytucjonalny banków centralnych oraz zakres ich odpowiedzialności. Wyzwania nowej, pokryzysowej polityki pieniężnej odnoszą się do kwestii, czy cel utrzymania stabilności finansowej powinien zostać zintegrowany z realizacją pozostałych celów oraz czy stabilność cen powinna wciąż być głównym i jedynym celem banków centralnych. Kolejny dylemat dotyczy niestandardowego instrumentarium, tak chętnie wykorzystywanego w okresie destabilizacji, i jego miejsca w nowej znormalizowanej polityce monetarnej po kryzysie. Odpowiedzi na te i inne kwestie są obecnie przedmiotem licznych badań naukowych oraz dyskusji, jednakże jedyne i właściwe ich sformułowanie wciąż nie zostało wypracowane. Celem opracowania jest wskazanie zmian, jakie dokonują się w sposobie prowadzenia pokryzysowej polityki pieniężnej, obejmujących kwestię przeciwdziałania zjawisku niestabilności sektora bankowego. W pierwszej części opracowania wskazano warunki, w jakich funkcjonuje współczesna polityka pieniężna oraz problemy, z jakimi muszą zmierzyć się banki centralne gospodarki globalnej. W dalszej części scharakteryzowano ramy nowej filozofii prowadzenia pokryzysowej polityki pieniężnej, a także przemiany następujące w bankowości centralnej XXI w.

1. Uwarunkowania współczesnej polityki pieniężnej

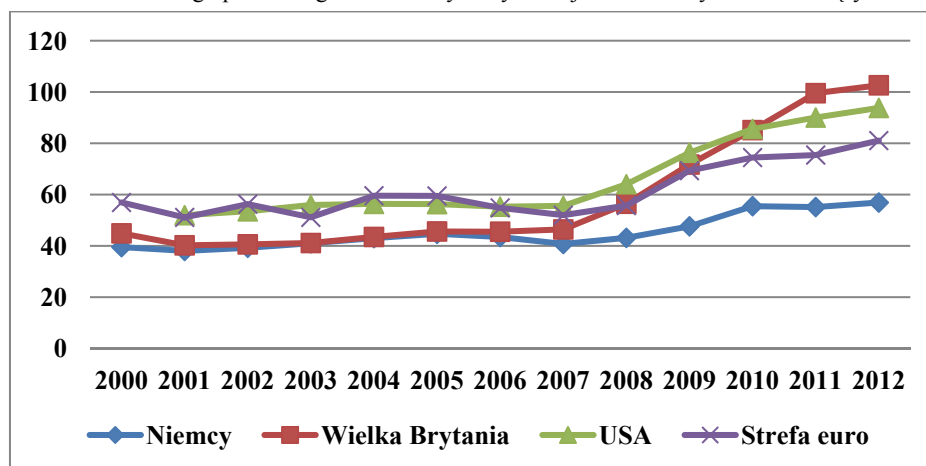
Przemiany, jakie dokonują się we współczesnej polityce pieniężnej wynikają z uwarunkowań mających swe podłoże w funkcjonowaniu pojedynczych instytucji bankowych, sektora bankowego, rynków finansowych oraz całej gospodarki globalnej. Odnoszą się one do kilku aspektów³. Po pierwsze, zmienia się rzeczywistość go-

³ S. Gerlach: *Monetary Policy after the crisis*. 44th Annual Money, Macro and Finance Conference, Trinity College, Dublin, 8 września 2012, s. 2.

spodarcza, w której funkcjonują banki centralne, zwłaszcza w odniesieniu do rosnących długów publicznych wielu krajów na całym świecie (wykresy 1 i 2)⁴. Przekroczenie wielkości zadłużenia publicznego powyżej granicy 100% PKB szczególnie istotne znaczenie miało w krajach południa Europy, w szczególności w Hiszpanii, Francji, Grecji, Włoszech, Portugalii, jak również Irlandii.

Wykres 1

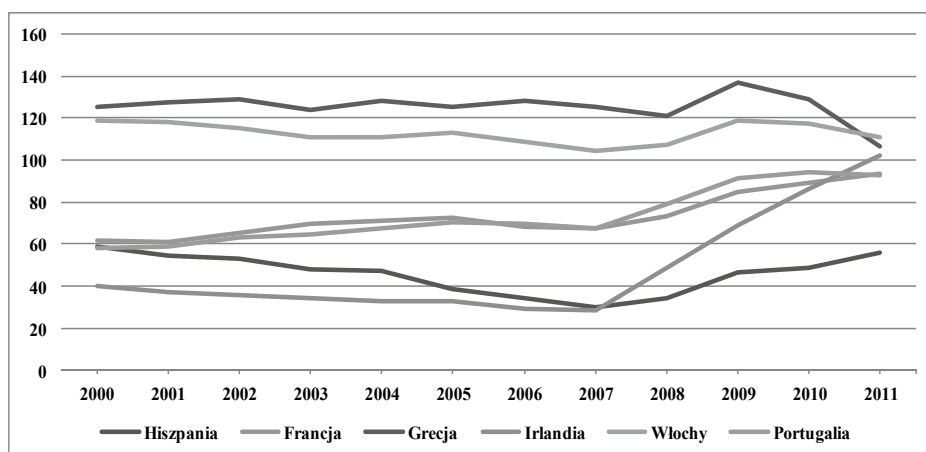
Wskaźnik długu publicznego do PKB wybranych krajów świata wysoko rozwiniętych



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych banku światowego. <http://data.worldbank.org/indicator/GC.DOD.TOTL.GD.ZS?page=1> (22.12.2013).

Wykres 2

Wskaźnik długu publicznego do PKB wybranych krajów strefy euro



Źródło: Ibid.

⁴ C.M. Reinhart, K.S. Rogoff: *Growth in a Time of Debt*. NBER Working Paper nr 15639, styczeń 2010.

Powoduje to wzrost interakcji pomiędzy polityką pieniężną a polityką fiskalną. Ponadto, systemy finansowe krajów, które szczególnie dotkliwie odczuły skutki kryzysu finansowego pierwszej dekady XXI w., uległy pogorszeniu w aspekcie ograniczenia efektywności mechanizmu transmisji impulsów monetarnych. Tym samym, władze monetarne mają mniejsze możliwości oddziaływania na system finansowy. Zadłużenie publiczne, kondycja systemu finansowego, wysoki poziom bezrobocia oraz istotny wzrost ryzyka systemowego spowodowały z kolei konieczność szybkich i znaczących zmian w strategii i instrumentarium władz monetarnych. Co więcej, w literaturze wskazuje się, iż uwarunkowania te będą miały znaczący wpływ na politykę pieniężną jeszcze przez wiele lat.

Wzrost długu publicznego w relacji do PKB wielu krajów od początku globalnego kryzysu finansowego był spowodowany mniejszymi wpływami z tytułu podatków, wzrostem wydatków na implementację tzw. automatycznych stabilizatorów⁵, a w niektórych krajach także koniecznością wspierania sektora finansowego. Powodem wzrostu zadłużenia publicznego było także słabnące tempo PKB, które doprowadziło do znacznej różnicy pomiędzy stopą procentową a tempem wzrostu gospodarczego. Uwarunkowania te wywołały także określone konsekwencje dla polityki monetarnej. Smets i Trabandt⁶ zauważają, że po pierwsze problemy finansów publicznych spowodowały zaostrzenie polityki fiskalnej tych krajów, co wymagało od banków centralnych pozostawienia stóp procentowych na niskim poziomie, aby utrzymać inflację na pożądanym poziomie. W okresie globalnego kryzysu finansowego było to tym bardziej trudne, gdyż stopy procentowe w wielu gospodarkach i tak były już na historycznie niskim poziomie. Po drugie, znaczne zadłużenie publiczne prowadzi najczęściej do wysokiej inflacji, a więc zagraża realizacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Finalnie, utrzymujące się wysokie zadłużenie publiczne mogło mieć wpływ na funkcjonowanie rynków finansowych oraz mechanizmu impulsów monetarnych, a więc mogło powodować dysfunkcje praktycznie całego systemu finansowego.

Drugim uwarunkowaniem przemian we współczesnej polityce pieniężnej było znaczne zaangażowanie się samych banków centralnych w niestandardowe instrumenty w okresie eskalacji kryzysu finansowego. Odnosi się to m.in. do dodatko-

⁵ Automatyczne stabilizatory koniunktury stosowane są w celu ustabilizowania wahań cyklu koniunkturalnego. Samoczynnie pobudzają lub hamują wysoką aktywność gospodarczą bez ingerencji państwa. Automatyczne stabilizatory są elementem pasywnej polityki fiskalnej państwa, służącej realizacji funkcji stabilizacyjnej dochodów i wydatków publicznych. *Polityka makroekonomiczna w warunkach kryzysu i jej wpływ na gospodarkę. Teoria i praktyka*. Red. Z. Dach. Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., 2011, s. 85.

⁶ F. Smets, M. Trabandt: *Sovereign Debt Overhang and Monetary Policy*. 23 stycznia 2012. http://www.sirc.rbi.org.in/downloads/2Smets_Trabandt.pdf (22.12.2013).

wych inicjatyw wsparcia płynnościowego banków komercyjnych, specjalnych linii swapów walutowych pomiędzy bankami centralnymi różnych krajów, celem zapewnienia podmiotom bankowym dostępu do walut obcych, jak również do bezpośrednich znaczących interwencji w sektorze bankowym. Wiele spośród tych innowacji władz monetarnych uznaje się obecnie – z perspektywy pokryzysowej – za niezwykle skuteczne w przeciwdziałaniu rozprzestrzenianiu się niestabilności na kolejne segmenty systemu finansowego, zapobieganiu upadłości banków czy wpływu na terminową strukturę stóp procentowych. Jednakże wciąż kwestią dyskusyjną jest to, czy instrumenty niestandardowe oraz nadzwyczajne powinny zostać włączone w tradycyjne instrumentarium banków centralnych oraz być wykorzystywane także po kryzysie w okresie relatywnej stabilności finansowej.

Trzecim powodem dokonujących się zmian współczesnej polityki monetarnej jest kwestia rosnącego społecznego przekonania, iż banki centralne powinny zapobiegać narastaniu nierównowag finansowych. Jednakże wciąż nie ma zgody, co do tego jak cel ten powinien być osiągnięty. Zdaniem części ekonomistów, banki centralne powinny działać niejako „pod wiatr”, a więc interweniować już w sytuacji, gdy pojawiają się pierwsze przesłanki niestabilności, np. znaczący wzrost cen aktywów czy też nadmierna akcja kredytowa banków. Tym samym, zapobiegnie to generowaniu znacznych kosztów dla sektora bankowego z punktu widzenia ograniczania skutków już zaistniałej niestabilności. Inny pogląd głosi z kolei, iż zadaniem banków centralnych jest w głównej mierze opracowanie odpowiedniego zakresu instrumentów regulacyjnych, który umożliwiłby zapobieganie narastaniu baniek⁷, a jednocześnie zminimalizowałby konieczność interwencji władz monetarnych. Powyższe uwarunkowania sprawiają, iż współczesna bankowość centralna ewoluuje w kierunku nowej pokryzysowej polityki pieniężnej, w której banki centralne nabywają nowe uprawnienia, ale także obowiązki na rzecz utrzymania stabilności systemu finansowego.

2. Kierunki nowej filozofii polityki pieniężnej

W ustawach o bankach centralnych, jak również w aktach wyższego rzędu istnieją zapisy, iż stabilność cen jest podstawowym celem wielu banków centralnych. W ostatnich latach coraz częściej jednak wskazuje się, iż to stabilność finansowa powinna uznawana być za cel nadrzędny bankowości centralnej. Obecnie tylko w nielicznych przypadkach wspieranie stabilności systemu finan-

⁷ S. Gerlach: Op. cit., s. 2.

sowego jest *explicite* zadaniem banków centralnych⁸. W praktyce bank centralny ma wybór pomiędzy całkowitym zanegowaniem celu stabilności finansowej i przyjęcia jako jedynego celu stabilności cen a zaakceptowaniem celu stabilności finansowej i reagowaniem na sygnały o istniejącym zagrożeniu nawet kosztem krótkookresowych zmian w realizacji celu stabilności cen. Stabilność cen oraz stabilność finansowa są jednak ze sobą ściśle powiązane, a zależność ta ma charakter obustronny. Stabilność finansowa wpływa bowiem na warunki realizacji polityki pieniężnej, a skuteczność polityki pieniężnej, mierzona osiągnięciem założonego poziomu inflacji, oddziałuje z kolei na kształtowanie się sytuacji w całym systemie. Tym samym, banki centralne – odpowiedzialne za stabilność cen – są również zainteresowane stabilizowaniem systemów finansowych⁹. Jednakże sama stabilność cen oraz niska cena pieniądza nie zagwarantują makroekonomicznej stabilności finansowej¹⁰. Kwestią bezdyskusyjną jest bowiem fakt, iż władze monetarne, obok zorientowania na utrzymanie określonego poziomu wzrostu cen, powinny także kontrolować kondycję systemu finansowego i odpowiednio wcześniej reagować na jego ewentualne dysfunkcje. Pozostaje jednak wciąż pytanie, czy stabilność finansowa powinna stać się nadrzędnym czy też jedynie odrębnym celem współczesnej polityki pieniężnej, obok stabilności cen. Blanchard i inni sugerują także, iż banki centralne powinny ponownie określić docelowy poziom inflacji, który ich zdaniem powinien być wyższy niż ten ustalony jeszcze przed wybuchem kryzysu, dzięki czemu władze monetarne będą miały większe możliwości oddziaływania na system finansowy¹¹. Są jednak i przeciwnicy tego poglądu, którzy wskazują, iż potencjalne zmiany w określaniu celów inflacyjnych wygenerują zbyt małe korzyści, a jedynie dodatkowe problemy i zagrożenia z tytułu dopuszczalnego wyższego poziomu inflacji. Zatem nie należy spodziewać się masowego redefiniowania przez banki centralne celów inflacyjnych, choć nie wyklucza to zmian wprowadzanych przez pojedyncze instytucje monetarne.

Największe innowacje dotyczące współczesnej pokryzysowej polityki monetarnej odnoszą się jednak do instrumentarium banków centralnych. Ponad pięć lat po wybuchu kryzysu finansowego wciąż wiele banków centralnych wykorzystuje niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej. Uzasadnieniem tego jest konieczność dalszego wspierania wzrostu gospodarczego. Tworzące się nowe ramy

⁸ O. Szczepańska: *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*. Scholar, Warszawa 2008, s. 66.

⁹ Ibid., s. 74.

¹⁰ J.K. Solarz: *Instytucjonalne aspekty stabilności finansowej*. W: *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*. Red. P. Urbanek. Uniwersytet Łódzki, Łódź 2012, s. 30.

¹¹ O. Blanchard, G. Dell’Ariccia, P. Mauro: *Rethinking Macroeconomic Policy*. IMF Staff Position Note, 12 lutego 2010, SPN/10/03.

współczesnej polityki monetarnej wskazują, iż część spośród tych instrumentów zostanie włączona do tradycyjnego zestawu narzędzi, stosowanego także w okresach stabilności systemu finansowego. Które spośród tych innowacji staną się elementem tradycyjnej polityki wciąż jednak jest kwestią otwartą. Wydawać się może, że będą to instrumenty poprawy płynności podmiotów bankowych, tym bardziej, iż wzrasta skala i częstotliwość okresów niestabilności, a instrumenty te zapewniają bankom możliwość pozyskania dodatkowej płynności, w sytuacji perturbacji rynku międzybankowego. Jednakże, według Międzynarodowego Funduszu Walutowego¹², wsparcie płynnościowe banków centralnych wciąż jeszcze udzielane bankom komercyjnym powinno być systematycznie ograniczane. Z kolei narzędzia absorbujące płynność od sektora bankowego powinny być utrzymane. Jest to istotne ze względu na fakt, iż władze monetarne w procesie normalizacji polityki pieniężnej, która po części już następuje, a po części będzie dokonywana w ciągu najbliższych lat, i tak będą zmuszone wchłonąć znaczne ilości płynności.

Ocena skutków, jak również skuteczności niestandardowych instrumentów polityki monetarnej, zastosowanych w okresie globalnego kryzysu finansowego, jest obecnie przedmiotem licznych badań ekonomistów na całym świecie. Choć wyniki tych prac po części uzasadniają, po części negują zasadność ich implementacji, to niemniej jednak wydaje się, iż banki centralne w przyszłości będą mniej niechętnie do szybkich interwencji w sytuacji podobnych zaburzeń. Potwierdza się bowiem słuszność rozluźniania polityki monetarnej w sytuacji uzewężniania się czynników, prowadzących do niestabilności finansowej.

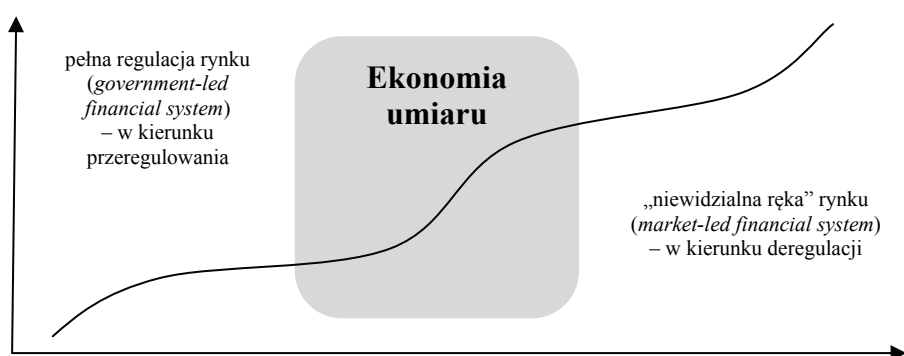
Z perspektywy nowej filozofii polityki pieniężnej zauważa się także, iż banki centralne, by przeciwdziałać podobnym destabilizacjom w przyszłości, zaangażowały się we wzmocnienie dyscypliny regulacyjnej. We współczesnej gospodarce globalnej nie ma bowiem wątpliwości co do kwestii, czy regulować czy nie regulować. Pytanie należy jednak sformułować jak regulować, jakim kosztem, w jakiej skali i zakresie. W nowej pokryzysowej rzeczywistości zauważa się bowiem wzrost działań regulacyjnych i ograniczenie wpływu mechanizmów rynkowych. Trudność sprawia jednak znalezienie tzw. złotego środka w poziomie i zakresie tych regulacji. Optymalny poziom regulacji oznacza konieczność wyboru pomiędzy pełną regulacją a pełną deregulacją sektora bankowo-finansowego (*free banking*). Pełna regulacja grozi bowiem zjawiskiem przeregulowania. Z kolei całkowita deregulacja, tj. zbyt liberalna polityka nadzoru i tzw. pobłażliwość regulacyjna, charakteryzuje się znacznym stopniem kryzy-

¹² MFW: *Annual Report 2010. Supporting a Balanced Global Recovery*. http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2010/eng/pdf/ar10_eng.pdf (22.12.2013).

sogenności. Jak wskazuje S. Flejterski, „lekarstwem” na te dylematy jest opowiedzenie się po stronie tzw. koncepcji „ekonomii umiaru” („finansów umiaru” czy też „bankowości umiaru”) – schemat 1. W dłuższej perspektywie przyjmuje się, iż należy dążyć do deregulacji sektora bankowego (by sprzyjać rozwojowi systemu finansowego), jednak opierając się na doświadczeniach ostatnich lat i tworzenia się nowych ram bankowości centralnej nie wydaje się, by można było całkowicie zrezygnować z istotnego poziomu regulacji i nadzoru nad rynkiem bankowym.

Schemat 1

Relacja pomiędzy pełną regulacją a deregulacją systemu finansowego



Źródło: Opracowanie własne za: S. Flejterski: *Dylematy regulacji sektora bankowego (na marginesie debaty o unii bankowej)*. W: *Unia bankowa*. Red. M. Zaleska. Difin, Warszawa 2013, s. 163.

W ramach wzmocnienia dyscypliny regulacyjnej zostały zwiększone uprawnienia nadzorcze banków centralnych, jak również zauważa się powrót do instytucjonalnego modelu nadzoru nad rynkiem finansowym. Część krajów podjęła bowiem decyzję o przeniesieniu nadzoru nad sektorem bankowym do banku centralnego, ze względu na nieskuteczność wcześniej obowiązujących rozwiązań, które skupiały uprawnienia nadzorcze w instytucjach poza bankiem centralnym¹³. Nieefektywny okazał się także nadzór zintegrowany, w którym jedna instytucja, tzw. meganadzorca, funkcjonujący poza bankiem centralnym, był odpowiedzialny za nadzór nad rynkiem bankowym.

¹³ T. Gromek, A. Pawlikowska, A. Reich, O. Szczepańska: *Instytucjonalna organizacja nadzoru finansowego w krajach Unii Europejskiej*. NBP, Departament Systemu Finansowego, Warszawa, listopad 2009, s. 12.

3. Polityka nadzoru makroostrożnościowego

Przed kryzysem nie tylko formalne cele większości banków centralnych nie obejmowały stabilności finansowej, marginalizowane były także dyskusje nad polityką makroostrożnościową. Globalny kryzys finansowy spowodował jednak wznowienie debaty nad koniecznością ustanowienia nadzoru makroostrożnościowego oraz jego kształtu instytucjonalnej organizacji. Nadzór makroostrożnościowy ma na celu przeciwdziałanie zagrożeniom dla stabilności całego systemu finansowego (a nie tylko poszczególnych instytucji), poprzez wczesną identyfikację ryzyka systemowego oraz określanie efektywnych środków jego minimalizacji. W dobie kryzysu nadzór mikroostrożnościowy okazał się bowiem niewystarczającym zabezpieczeniem sektora bankowego¹⁴. W miejsce nadzoru jednofilarowego wprowadza się więc nadzór dwufilarowy (mikro- i makroostrożnościowy). Konsensus osiągnięty został więc co do tego, iż pokryzysowa polityka monetarna powinna dysponować dwoma zestawami instrumentów, z których jeden ukierunkowany będzie na politykę stabilności cen, a drugi właśnie na zapewnienie stabilności finansowej, za pośrednictwem narzędzi polityki makroostrożnościowej (tabela 1)¹⁵. Tworzący się w wielu krajach (lub też na szczeblu ponadnarodowym w przypadku Unii Europejskiej) nadzór makroostrożnościowy ma zostać złożony w rękach jednej instytucji lub rady, a bank centralny ma odgrywać w nim kluczową rolę¹⁶. Oznacza to dla władz monetarnych rozszerzenie zakresu realizowanych zadań, przy praktycznie niezmiennym zakresie instrumentów¹⁷. Jednocześnie banki centralne mają doświadczenie w analizie ryzyka systemowego, monitorowaniu rynku finansowego oraz obserwacji sytuacji makroekonomicznej, co dobrze rokuje dla działań z zakresu ograniczania akumulacji ryzyka w systemie finansowym. Dodatkowo, banki centralne mogą wykorzystać swe doświadczenie w realizacji funkcji banku banków przy opracowywaniu regulacji makroostrożnościowych.

¹⁴ Szerzej: T. Chmielewski, A. Sławiński: *Stabilność finansowa strefy euro. Implikacje dla Polski*. W: *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Problemy wiodące*. Red. K. Jajuga. Prace Naukowe. Uniwersytet Ekonomiczny, Wrocław 2011, nr 170, s. 38.

¹⁵ Szerzej: 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, październik 2011. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11238.pdf> oraz Bank of England: *Instruments of macroprudential policy*. Discussion Paper, grudzień 2011. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/financialstability/discussionpaper111220.pdf>.

¹⁶ W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko: *Rola banku centralnego w nadzorze makroostrożnościowy*. http://zif.wzr.pl/pim/2013_2_1_41.pdf, s. 1.

¹⁷ J. Tinbergen: *Economic Policy: Principles and Design*. North-Holland Publishing Company, Amsterdam 1956, s. 9 oraz M. Joyce, D. Miles, A. Scott, S. Vayanos: *Quantitative Easing and unconventional monetary policy – an introduction*. „The Economic Journal” 122 (listopad), F271-F288. Royal Economic Society, Oxford 2012, s. 11.

Tabela 1

Instrumenty polityki makroostrożnościowej

Cel	Przykłady instrumentów polityki makroostrożnościowej
Ograniczenie nadmiernej akcji kredytowej i dźwigni finansowej banków	Nakładanie wyższych wymogów kapitałowych (antycykliczny oraz strukturalny bufor kapitałowy, wyższe wagi ryzyka na ekspozycje sektorowe) Limit na poziom dźwigni finansowej Limit współczynnika kredytu do wartości zabezpieczenia: LtV (<i>loan to value</i>) Limit współczynnika zadłużenia (kosztów jego obsługi) do dochodu kredytobiorcy: D(S)tl (<i>debt service to income</i>)
Ograniczenie i zapobieganie niedopasowaniu terminów zapadalności (<i>maturity mismatch</i>)	Współczynnik pokrycia płynnościowego (<i>Liquidity Coverage Ratio, LCR</i>) Limitowanie wysokości kredytów do depozytów Długoterminowe współczynniki płynności (tj. projektowany <i>Net Stable Funding Ratio, NSFR</i>)
Ograniczanie nadmiernej koncentracji ekspozycji	Poszerzone obowiązki informacyjne Ograniczenia ilościowe na ekspozycje (limity koncentracji) Obowiązek rozliczeń przez centralnego partnera rozliczeniowego (<i>central counterparty</i>)
Wzmocnienie odporności systemu finansowego	Dodatkowe wymogi kapitałowe, w tym odnoszące się do instytucji ważnych systemowo (<i>Systematically Important Financial Institutions, SIFIs</i>) Tworzenie planów restrukturyzacji Ustanowienie reżimów i instytucji uporządkowanej likwidacji banków Ustanowienie reżimów gwarantowania depozytów z właściwym odzwierciedleniem ryzyka w ponoszonych przez banki opłatach Wyposażenie instytucji uporządkowanej likwidacji banków oraz gwarantowania depozytów w odpowiednie fundusze <i>ex ante</i>

Źródło: P.J. Szpunar: *Rola polityki makroostrożnościowej w zapobieganiu kryzysom finansowym*. Materiały i Studia. Warszawa 2012, nr 278, s. 37-38.

Wzmocnienie dyscypliny regulacyjnej obejmuje także wiele działań na rzecz współtworzenia przez banki centralne ponadnarodowych inicjatyw regulacyjnych. Są one efektem prac gremiów na szczeblu ogólnoswiatowym, jak i europejskim. Obecnie szeroko dyskutowana jest kwestia implementacji założeń Bazylei III i jej adekwatności w relacji do poziomu rozwoju rynków finansowych, rosnącej liczby źródeł niestabilności oraz złożoności działalności bankowej. Europejski Bank Centralny w ramach inicjatyw na rzecz zwiększenia stabilności sektora bankowego Unii Europejskiej (w szczególności strefy euro) zaangażował się także w projekt na rzecz stworzenia zintegrowanych ram finansowych, znanych pod nazwą Unii Bankowej. Dotyczą one jednolitego mechanizmu nadzorczego dla banków w strefie euro z kluczowymi uprawnieniami Europejskiego Banku Centralnego.

Podsumowanie

Współczesna polityka pieniężna ulega istotnym przekształceniom. Zarówno w kontekście strategii, celów, jak i instrumentów, wykorzystywanych w celu stabilizowania funkcjonowania sektora bankowego. Skuteczność wszystkich zaprezen-

wanych w opracowaniu elementów tworzącej się nowej filozofii pokryzysowej polityki pieniężnej będzie jednak widoczna dopiero w długim okresie, kiedy możliwa będzie ich weryfikacja pod kątem przeciwdziałania czynnikom, mogącym prowadzić do niestabilności lub ograniczania skutków już zaistniałej nierównowagi.

Bibliografia

- Chmielewski T., Sławiński A.: *Stabilność finansowa strefy euro. Implikacje dla Polski*. W: *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Problemy wiodące*. Red. K. Jajuga. Prace Naukowe. Uniwersytet Ekonomiczny, Wrocław 2011, nr 170.
- Polityka makroekonomiczna w warunkach kryzysu i jej wpływ na gospodarkę. Teoria i praktyka*. Red. Z. Dach. Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., 2011.
- Flejterski S.: *Dylematy regulacji sektora bankowego (na marginesie debaty o unii bankowej)*. W: *Unia bankowa*. Red. M. Zaleska. Difin, Warszawa 2013.
- Gerlach S.: *Monetary Policy After the Crisis*. 44th Annual Money, Macro and Finance Conference, Trinity College, Dublin, 8 września 2012.
- Gromek T., Pawlikowska A., Reich A., Szczepańska O.: *Instytucjonalna organizacja nadzoru finansowego w krajach Unii Europejskiej*. NBP, Departament Systemu Finansowego, Warszawa, listopad 2009.
- Przybylska-Kapuścińska W., Szyszko M.: *Rola banku centralnego w nadzorze makroostrożnościowy*. http://zif.wzr.pl/pim/2013_2_1_41.pdf
- Smets F., Trabandt M.: *Sovereign Debt Overhang and Monetary Policy*. 23 stycznia 2012. http://www.sirc.rbi.org.in/downloads/2Smets_Trabandt.pdf
- Solarz J.K.: *Instytucjonalne aspekty stabilności finansowej*. W: *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*. Red. P. Urbanek. Uniwersytet Łódzki, Łódź 2012.
- Szczepańska O.: *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*. Scholar, Warszawa 2008.
- Szelągowska A.: *Polityka niskich stop procentowych a stan polskiej gospodarki*. http://zif.wzr.pl/pim/2013_2_1_48.pdf
- Tinbergen J.: *Economic Policy: Principles and Design*. North-Holland Publishing Company, Amsterdam 1956.
- Bank of England: *Instruments of macroprudential policy*. Discussion Paper, grudzień 2011. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/financialstability/discussionpaper111220.pdf>
- Blanchard O., Dell’Ariccia G., Mauro P.: *Rethinking Macroeconomic Policy*. IMF Staff Position Note, 12 lutego 2010, SPN/10/03.
- Joyce M., Miles D., Scott A., Vayanos S.: *Quantitative Easing and unconventional monetary policy – an introduction*. „The Economic Journal” 122 (listopad), F271-F288. Royal Economic Society, Oxford 2012.

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, październik 2011. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11238.pdf>

MFW: *Annual Report 2010. Supporting a balanced global recovery*. http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2010/eng/pdf/ar10_eng.pdf

Reinhart C.M., Rogoff K.S.: *Growth in a Time of Debt*. NBER Working Paper nr 15639, styczeń 2010.

Stone M., Fujita K., Ishi K.: *Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far*. IMF Working Paper nr 11/145, 2011.

Szpunar P.J.: *Rola polityki makroostrożnościowej w zapobieganiu kryzysom finansowym*. Materiały i Studia. Warszawa 2012, nr 278.

<http://data.worldbank.org/indicator/GC.DOD.TOTL.GD.ZS?page=1>

THE NEW PHILOSOPHY OF CONDUCTING POST-CRISIS MONETARY POLICY

Summary

Changes in the way of achieving the objectives of monetary policy, that have occurred in recent years, determine the evolution of the place and role of modern central banks, including the development of instruments through which they may impact on conditions of the banking sector. The main aim of modern monetary policy has become maintaining financial stability in a long term. So far, the monetary authorities has thought about financial stability as a public good, and has focused at regardless of monetary purposes. Imposed on the central bank an additional goal – financial stability, is now one of the most discussed topics. Moreover, the analysis of monetary policy during escalating banking sector instability of the XXI century, indicates that the implemented instruments have caused significant changes in the philosophy of activity of modern central banks.