

MICHAŁ OCHWAT^a

REGULACJA INSTRUMENTÓW POLITYKI MAKROSTROŹNOŚCIOWEJ WE FRANCJI: REFERENCYJNY MODEL ORGANIZACYJNY

REGULATION OF MACROPRUDENTIAL POLICY INSTRUMENTS IN FRANCE: A REFERENCE ORGANIZATIONAL MODEL

The analysis of the mechanisms for regulating of macroprudential instruments implemented in individual EU countries indicates a separation of the roles of the decision-maker and the de facto regulator, with the legal authority to issue legal acts that may undermine the effectiveness of macroprudential policy tools. This anomaly is present in most Member States, both in cases where the mandate is exercised by central banks or by separate and independent macroprudential authorities. Against this backdrop, a unique institutional solution has been implemented in France. The paper aims to enrich the existing state of research on macroprudential policy by defining the administrative mechanism for the regulation of macroprudential instruments in France, the type of legal forms of action, and the role of the central bank in this regard. Using interdisciplinary analysis at the intersection of law and finance, as well as dogmatic and comparative legal methods, the paper also attempts to define criteria for assessing institutional frameworks and regulatory mechanisms. The paper concludes that the French model of shared responsibility among different authorities and institutions in the financial safety net, by bringing decision-making processes and regulatory powers together in a single body, achieves a high level of consistency in macroprudential policy actions and strengthens accountability. This solution best balances the organizational dilemma between the need for central bank involvement and the need to provide a broad regulatory framework for decision-making.

Keywords: macroprudential policy; central bank; financial stability; recommendations; macroprudential instruments

Analiza mechanizmów regulacji instrumentów makroostrożnościowych przyjętych w poszczególnych państwach UE wskazuje na rozdzielenie ról decydenta i faktycznego regulatora, posiadającego przewidziane prawem kompetencje do wydawania aktów prawnych, co może w negatywny sposób wpływać na efektywność narzędzi polityki makroostrożnościowej. Prawdopodobnie ta występuje w większości państw członkowskich, zarówno w przypadkach, gdy mandat ten sprawują banki centralne, jak i oddzielne i niezależne organy makroostrożnościowe. Na tym tle wyjątkowe rozwiązanie instytucjonalne implementowano we Francji. Celem niniejszego artykułu jest wzbogacenie istniejącego stanu badań nad polityką makroostrożnościową przez zdefiniowanie administracyjnego mechanizmu regulacji instrumentów makroostrożnościowych we Francji, za-

^a Silesia University in Katowice, Poland / Uniwersytet Śląski w Katowicach, Polska
michal.ochwat@us.edu.pl, <https://orcid.org/0000-0002-8907-529X>

stosowanych prawnych form działania oraz określenie w tym zakresie roli banku centralnego. Artykuł, wykorzystując interdyscyplinarną analizę na styku prawa i finansów, metodę dogmatyczną oraz prawnoporównawczą, stara się również określić kryteria oceny ram instytucjonalnych i mechanizmów regulacji. Przedstawione w artykule rozważania prowadzą do wniosków, że francuski model współodpowiedzialności różnych władz i instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego, dzięki zespoleniu w jednym organie procesów decyzyjnych i uprawnień regulacyjnych, pozwala uzyskać wysoki poziom spójności działań polityki makroostrożnościowej, a także wzmacnia jej rozliczalność (*accountability*). Rozwiązanie to pozwala najlepiej wyważyć organizacyjny dylemat pomiędzy potrzebą zaangażowania banku centralnego a koniecznością nadania szerokich ram odniesienia decyzji regulacyjnych.

Słowa kluczowe: polityka makroostrożnościowa; bank centralny; stabilność finansowa; rekomendacje; instrumenty makroostrożnościowe

I. WPROWADZENIE

Polityka makroostrożnościowa stanowi kluczowe narzędzie w przeciwdziałaniu niestabilności systemu finansowego, koncentrujące się na „identyfikacji i łagodzeniu zagrożeń dla stabilności systemowej, co z kolei zmniejsza koszty dla gospodarki wynikające z zakłóceń w usługach finansowych, które stanowią podstawę funkcjonowania rynków finansowych – takich jak udzielanie kredytów, a także usługi ubezpieczeniowe oraz usługi płatnicze i rozliczeniowe” (FSB i in., 2009, s. 5–7, tłum. M.O.¹). Kryzysy finansowe, a w szczególności kryzysy bankowe są jedną z głównych przyczyn zakłóceń całej gospodarki i utraty produkcji. Stąd o ile bezpośrednim celem polityki makroostrożnościowej „jest przyczynienie się do zabezpieczenia stabilności systemu finansowego jako całości”, to w dalszej perspektywie pozwala ona zapobiegać kryzysom w sektorze realnym gospodarki (FSB i in., 2011, s. 3). Pojawienie się w sferze administracji publicznej nowych struktur instytucjonalnych polityki makroostrożnościowej otwiera również szereg nowych dylematów związanych z regulacją rynku finansowego i kształtowaniem gospodarczego porządku publicznego poprzez oddziaływanie państwa na prywatnoprawne instytucje i siły gospodarcze (Teller, 2019, s. 91–103). Jednocześnie należy mieć świadomość, że aktualne podejście regulacyjne nie stanowi dostatecznych gwarancji neutralizacji prawdopodobieństwa wystąpienia kryzysów finansowych w przyszłości (Rosello, 2024, s. 155–182).

Termin *polityka makroostrożnościowa* najlepiej oddaje specyfikę oddziaływania, które układa się w cały zespół działań w istocie różnych organów i pozwala uchwycić szerokie ramy odniesienia z uwzględnieniem celów i działań innych polityk państwa (m.in. polityka pieniężna i polityka gospodarcza), którym należy nadać właściwą hierarchię w kontekście ich potencjalnej konfliktowości. Za taką konkluzją przemawiają zarówno przytoczone argumenty ma-

¹ Wszystkie tłumaczenia z języka angielskiego i języka francuskiego pochodzą od autora artykułu.

terialnoprawne, jak i uwarunkowania instytucjonalne². W praktyce polityka makroostrożnościowa jest realizowana, a niekiedy również współkształtowana, przez instytucje zaliczane do sieci bezpieczeństwa finansowego (*safety net*³; Iwanicz-Drozdowska, 2007, s. 89–107; Jurkowska-Zeidler, 2008, s. 193–206), a zatem musi wykraczać poza kompetencje jednego organu (instytucji), nawet gdy bank centralny posiada całkowitą odpowiedzialność za tzw. mandat makroostrożnościowy (Fedorowicz, 2019, s. 94–101), co implikuje w poszczególnych państwach UE potrzebę konstruowania rozbudowanych struktur organizacyjnych odpowiedzialnych za proces określania i wydawania regulacyjnych instrumentów, skoordynowanego działania różnych organów i instytucji, czemu poświęcony jest niniejszy artykuł.

Definiując użyty w tytule termin *regulacja*, należy odnieść się do dorobku doktryny francuskiej, w której przez ten termin rozumie się „interwencję normatywną”, która „reguluje zjawiska o charakterze ewolutywnym”, opierając się na „działaniach częściowo dyrektywnych”, jak i „częściowo korygujących kierunek, przystosowanie i kontrolę sprawowaną przez ośrodki władzy” (Lemonnier, 2016, s. 40–43 i literatura tam przytaczana). W przypadku badanego obszaru w ten sposób rozumiana interwencja ma w założeniu przywrócić pożądaný stan stabilności systemu finansowego, który ze swej natury podatny jest na oddziaływanie cyklu finansowego, w którym dochodzi do nagromadzenia nierównowag i ryzyk, a w efekcie do kryzysów finansowych i gospodarczych. Przeciwdziałanie tym zjawiskom stanowi istotę polityki makroostrożnościowej, co znajduje potwierdzenie w świetle definicji legalnej w prawie francuskim, zawartej w art. L 631-2-1 Code monétaire et financier⁴.

Regulacyjne oddziaływanie właściwych władz odbywa się na podstawie powierzonych im przez ustawodawcę szczegółowych kompetencji regulacyjnych, przez które należy rozumieć określone w prawodawstwie poszczególnych państw⁵ uprawnienia do wydawania zróżnicowanych prawnych form działania administracji (Ziemski, 2005, s. 138) określających tzw. instrumenty makroostrożnościowe (zob. Dobrzańska, 2016), co odbywa się przez wydawanie:

1) instrumentów regulacyjnych skierowanych do całego rynku lub jego części (określonych abstrakcyjnie typów instytucji i uczestników rynku), kształtujących parametry ostrożnościowe obowiązujące poszczególne rodzaje instytucji finansowych, jak np.: bufor antycykliczny (CCyB), bufor ryzyka sys-

² Polityka makroostrożnościowa w polskiej literaturze używana jest zamiennie z terminem *nadzór makroostrożnościowy*. Szerzej na temat systematyki i uzasadnienia używanych w artykule pojęć Ochwat (2021, s. 43–64).

³ Do instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego (*safety net*) powszechnie w literaturze zalicza się: bank centralny, ministra finansów, organy nadzoru nad rynkiem finansowym oraz system gwarantowania depozytów.

⁴ Kodeks monetarny i finansowy (Code monétaire et financier) – aneks do ustawy nr 2000-1223 z 14 grudnia 2000 r., J.O. nr 29 z 17 grudnia 2000 r., ostatnia aktualizacja z 20 kwietnia 2025 r. (dalej jako: C.m.f.).

⁵ Każde z państw członkowskich posiada zróżnicowany zestaw odmiennych prawnych form działania administracji stosowanych do regulacji instrumentów makroostrożnościowych, których analiza wykracza poza ramy tego artykułu.

temowego (SRB), czy inne tzw. środki krajowe, które nie są zharmonizowane przez prawo unijne, np. limity wskaźników wartości kredytu do wartości zabezpieczenia (LTV);

2) środków mikroostrożeń skierowanych do indywidualnie oznaczonych instytucji finansowych określających m.in. bufora dla instytucji G-SII⁶ i O-SII⁷, czy instrumentów wydawanych w ramach II filara.

Dodatkowym argumentem uzasadniającym podjęcie tej problematyki z perspektywy dyscypliny prawa są obserwacje dotyczące skuteczności oddziaływania regulacyjnych instrumentów polityki makroostrożeń. Efekty stosowania danego instrumentu zależą od wielu czynników, które należy ocenić w perspektywie wybranego celu (Altunbas i in., 2018, s. 204). W tym kontekście należy zwrócić uwagę na badania, które dostarczają empirycznych dowodów na istnienie bezpośredniego związku pomiędzy regulacjami finansowymi i jakością instytucjonalną a prawdopodobieństwem wystąpienia kryzysu bankowego (Marchionne, 2022). Przekrojowe badania przeprowadzone z perspektywy wielu państw wskazują na istnienie korelacji pomiędzy skutecznością narzędzi polityki makroostrożeń a rodzajem zastosowanych środków prawnych (np. środki prawnie wiążące a zalecane, środki z sankcjami i bez). Badania przeprowadzone na podstawie danych z 28 krajów UE w latach 1990–2018 w grupie środków ograniczających wysokość udzielanych kredytów pokazują, że związek ten jest najsilniejszy w przypadku instrumentów makroostrożeń, które wydawane są w formie środków prawnie wiążących i środków obejmujących sankcje (Poghosyan, 2020).

Głównym narzędziem utrzymania stabilności finansowej są instytucjonalne ramy polityki makroostrożeń, gdzie kluczową, a w wielu przypadkach dominującą, rolę odgrywają banki centralne. Obowiązek wdrożenia tego typu struktur wynika z postanowień tzw. pakietu regulacyjnego⁸ oraz z Rekomendacji ESRB/2011/3⁹ wydanej przez Europejską Radę ds. Ryzyka Systemowego (ESRB), przy czym późniejsze zmiany wprowadzone w 2019 i 2024 r. nie obejmują omawianych tutaj obowiązków (Fedorowicz, 2019, s. 104–167). Na państwach członkowskich spoczywa obowiązek wdrożenia ram instytucjonalnych odpowiedzialnych za ich stosowanie przez wskazanie: tzw. właściwych organów (*national competent authority* [CA]) posiadających tzw. odpowiedzialność za politykę makroostrożeń (art. 4 CRD IV) oraz instytucji posiadających status „organu wyznaczonego” (*designated authority* [DA]),

⁶ Global Systemically Important Institution – globalna instytucja o znaczeniu systemowym.

⁷ Other Systemically Important Institution – inna instytucja o znaczeniu systemowym.

⁸ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2013/36/UE z 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE, Dz. Urz. UE L 176 z 27.06.2013, s. 338 ze zm. (dalej jako: CRD IV). Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dz. Urz. UE L 176 z 27.06.2013, s. 1, ze zm. (dalej jako: CRR).

⁹ Rekomendacja Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego z 22 grudnia 2011 r. w sprawie mandatu makroostrożeń organów krajowych (ERRS/2011/3).

którym przyznano kompetencje w zakresie ustalania newralgicznego dla polityki wskaźnika bufora antycyklicznego (CCyB; art. 136 ust. 1 CRD IV), przy czym obydwie statusy może posiadać łącznie jeden organ (komitet) lub większa liczba niezależnych organów bądź podmiotów publicznych (zob. lista ESRB, 2025a). Pozostałe kompetencje decyzyjne i regulacyjne zarówno w zakresie instrumentów makroostrożnościowych (ESRB, 2025b), jak i krajowych środków opartych na kapitale (ESRB, 2025c) mogą być przypisane innym organom i instytucjom w zależności od krajowych rozwiązań instytucjonalnych.

Instytucjonalizacja polityki makroostrożnościowej w państwach członkowskich UE widziana z perspektywy opracowań zawartych w literaturze finansów oraz w raportach międzynarodowych instytucji, oparta jest na dosyć nieodokreślonym pojęciu „odpowiedzialność” za politykę makroostrożnościową, a przyjęty podział na trzy zasadnicze modele organizacyjne (zob. BIS, 2011, s. 55–67; Borio, 2011b, s. 101–117; Jeanneau, 2014, s. 52–55; IMF, 2011; Nier i in., 2011) skoncentrowany jest na sposobach zaangażowania banku centralnego i jego wpływu na politykę makroostrożnościową. Biorąc pod uwagę wyłącznie tak określone kryterium, można wyróżnić: model pełnej odpowiedzialności banku centralnego (model pierwszy), model oddzielnego komitetu (organu) makroostrożnościowego umiejscowionego poza strukturami banku, w którym banki centralne pełnią rolę współuczestników (model drugi), oraz model organu nadzoru finansowego (model trzeci).

Ogólnej odpowiedzialności za politykę makroostrożnościową przypisywanej poszczególnym władzom w danym państwie nie należy utożsamiać ze skoncentrowaniem w jednym organie lub instytucji wszystkich zasobów i uprawnień regulacyjnych potrzebnych do skutecznego oddziaływania w omawianym obszarze. Stąd kluczowe dla stabilności systemu finansowego kompetencje w zakresie kształtowania regulacyjnych instrumentów makroostrożnościowych w wielu państwach, jak Hiszpania, Niemcy czy Polska, realizowane są przez organy administracji (faktyczni regulatorzy) wywodzące się z władzy politycznej, co wymaga odpowiedniej koordynacji i komplementarności działań różnych instytucji współodpowiedzialnych w obszarze polityki makroostrożnościowej oraz może mieć wpływ na skuteczność działań w sytuacjach kryzysowych, gdy ich dynamika wymaga bardzo szybkich reakcji, wobec których bardzo trudno osiągnąć konsensus polityczny. Uwarunkowania te tworzą w każdym z państw swoiste mechanizmy regulacji instrumentów kształtowanych w ramach polityki makroostrożnościowej (Ochwat, 2022, s. 20–30), w których należy uwzględnić m.in. zadania i prawne kompetencje poszczególnych organów i instytucji (w tym banku centralnego), sposoby ich wzajemnego oddziaływania oraz zastosowane prawne formy działania, które układają się w pewien proces, składający się z trzech etapów:

- 1) monitoringu systemu finansowego,
- 2) podejmowania rozstrzygnięć (decydowania), oraz
- 3) wydawania aktów administracyjnych zawierających instrumenty makroostrożnościowe.

Pewien ogólny obraz problematyki regulacji instrumentów polityki makroostrożnościowej na tle rozwiązań organizacyjnych dostarcza ocena ram instytu-

cjonalnych, którą w 2019 r. przeprowadzili Edge i Liang (2019), badając w tym aspekcie grupę 58 krajów, wśród których znalazło się 20 państw członkowskich UE oraz Wielka Brytania. Badania zostały skoncentrowane na roli, jaką odgrywają organy makroostrożnościowe, określane tam jako „komitety stabilności finansowej”, oraz na ich interakcji z bankami centralnymi. Jak stwierdzono, o ile aż 47 państw wdrożyło tego typu struktury, o tyle jedynie jedna czwarta ze wszystkich powołanych komitetów stabilności finansowej posiada zarówno dobre procesy, jak i narzędzia do wdrażania działań makroostrożnościowych, a większość tego typu organów została zaprojektowana w celu poprawy komunikacji i koordynacji pomiędzy istniejącymi regulatorami. Co znamienne, wśród przeanalizowanych rozwiązań tylko w 13 przypadkach stwierdzono, że organy makroostrożnościowe posiadają uprawnienia „półtwarde” lub „twarde”, rozumiane jako kompetencje do kierowania działaniami antycyklicznymi i wydawania instrumentów regulacyjnych, a zatem są one *stricte* „regulatorami”. Na podstawie tak przyjętych kryteriów oceny wśród krajów UE w badaniu wyróżniono rozwiązanie organizacyjne implementowane we Francji.

Do takich samych wniosków prowadzi pogładowa analiza przeprowadzona wśród państw UE, gdzie w wielu przypadkach utworzono tzw. komitety stabilności finansowej, których funkcje skoncentrowane są przede wszystkim na koordynowaniu działań odpowiednich organów i instytucji współodpowiedzialnych za stabilność finansową (instytucje *safety net*), a z punktu widzenia mechanizmu regulacji posiadają one niewiążący wpływ na kształt regulacyjnych instrumentów polityki makroostrożnościowej za pośrednictwem „rekomendacji” kierowanych do faktycznych regulatorów (Ochwat, 2022). Co najważniejsze, prawidłowość ta występuje bez względu na wybrany w danym państwie model organizacyjny, co podaje w wątpliwość kierunki i kryteria podziałów przyjęte w dotychczasowej literaturze finansów i przytaczanych dokumentach UE¹⁰. Przykładowo, komitety wyposażone w tego typu atrybuty funkcjonują wśród państw, gdzie bank centralny ma pełną odpowiedzialność za politykę i regulację makroostrożnościową (model pierwszy), a komitet funkcjonuje w wewnętrznej strukturze banku m.in. ze względu na potrzebę odseparowania procesu decyzyjnego od obszaru polityki pieniężnej (np. w Estonii, Irlandii czy Wielkiej Brytanii), co oczywiście również w państwach, gdzie tzw. komitetom stabilności finansowej (komitety *sensu stricto*) oficjalnie (ESRB, 2024a) przypisuje się atrybut niezależnego organu odpowiadającego za politykę makroostrożnościową (CA; np. Chorwacja, Holandia, Hiszpania, Niemcy, Polska, Słowenia – model drugi), a nawet występuje on w takich państwach, jak Szwecja (model trzeci), gdzie omawiane kompetencje (CA) posiada wyłącznie organ nadzoru finansowego. Jednocześnie zjawiskiem niezwykle rzadkim jest wyposażenie tego typu komitetów stabilności finansowej (określanych niekiedy jako organy) w silny i niezależny mandat wraz z uprawnieniami regulacyjnymi (interwencja twarda). Zależność ta występuje wyłącznie we Francji oraz w Rumunii, gdzie wdrożono podobne rozwiązania.

¹⁰ Badania własne oparte na analizie ustawodawstwa krajowego wymienianych państw.

Instytucjonalne ramy polityki makroostrożnościowej odgrywają kluczową rolę w stabilizacji systemu finansowego. Odpowiednie rozwiązania organizacyjne i proceduralne, w swoim założeniu, powinny wywierać cele bardzo wielu organów i instytucji współodpowiedzialnych za stabilność finansową, w tym cele polityki pieniężnej banku centralnego, jak również neutralizować zagrożenia oraz uzyskiwać odpowiedni poziom efektywności polityki makroostrożnościowej i kształtowanych w jej ramach instrumentów regulacyjnych. W tym kontekście warto zwrócić uwagę na niezwykle interesujące rozwiązanie instytucjonalne wdrożone we Francji, gdzie – zdaniem autora – najpełniej zrealizowano postulat nauki i rekomendacje UE.

II. POLITYKA MAKROOSTRÓŻNOŚCIOWA JAKO WSPÓŁODPOWIEDZIALNOŚĆ ORGANÓW WŁADZY PUBLICZNEJ: DETERMINANTY PROCESU INSTYTUCJONALIZACJI

Na wczesnym etapie dyskusji dotyczącej polityki makroostrożnościowej we wspólnym raporcie FSB i in. (2011) podkreślano, że konstruowanie instytucjonalnych ram polityki musi uwzględniać „wzajemne powiązania z innymi sferami polityki publicznej” oraz silnie akcentowano, że „skuteczne ramy makroostrożnościowe wymagają rozwiązań instytucjonalnych i struktur zarządzania dostosowanych do warunków krajowych, które mogą zapewnić otwarty i szczery dialog między decydentami politycznymi na temat wyborów politycznych, które mają: wpływ na ryzyko systemowe, rozwiązywać konflikty między celami i instrumentami polityki oraz mobilizować odpowiednie narzędzia w celu ograniczenia ryzyka systemowego” (s. 3). Konsekwentnie kształtowanie polityki makroostrożnościowej *sui generis* wymaga szerokich ram odniesienia ze względu na jej współoddziaływanie z szeregiem innych polityk, które również mają wpływ na ryzyko systemowe. Skuteczność polityki makroostrożnościowej determinują również inne polityki makroekonomiczne państwa. Obok kluczowej polityki pieniężnej należy wskazać na politykę fiskalną, a także regulację i nadzór finansowy, politykę gospodarczą, jak również w niektórych przypadkach – zagadnienia związane z zarządzaniem kryzysowym.

Z punktu widzenia procesów decyzyjnych poprzedzających wydanie regulacyjnych instrumentów polityki makroostrożnościowej znaczenie ma przede wszystkim poziom jej interakcji z polityką pieniężną, który będzie oddziaływać na efektywność regulacyjnych instrumentów na pożądanym przez regulatora poziomie. Kwestia ta jest tym bardziej donośna, że to banki centralne odpowiedzialne za politykę pieniężną są najlepszym źródłem danych niezbędnych w procesie regulacji. W wielu wypowiedziach piśmiennictwa finansów w sposób powszechny i niezaprzeczalny przyjmuje się paradygmat o ogólnej interakcji pomiędzy obydwooma politykami ze względu na podobne cele oraz mechanizmy transmisji, co stanowi podstawowy argument za potrzebą koordynacji obydwu polityk (Angelini i in., 2012; Bailliu i in., 2015;

Kim i Mehrotra, 2022; Rubio i Carrasco-Gallego, 2014). Istnieje szereg zależności między tymi obszarami, które jednak nie zawsze są komplementarne, a w pewnych okresach cyklu finansowego mogą zachodzić pomiędzy nimi sprzeczności celów (Bengtsson, 2020; Bennani i in., 2017; Garcia Revelo i Levieuge, 2022).

Badania ilustrujące współdziałanie celów polityki pieniężnej i makroostrożnościowej klarownie dowodzą, że w pewnych okresach cyklu finansowego dochodzi do ich konfliktu, stąd banki centralne, decydując, czy należy zastosować poszczególne instrumenty regulacyjne polityki makroostrożnościowej, mogą być zmuszone do wyboru pomiędzy celami stabilności cen (polityka pieniężna) lub stabilności finansowej (polityka makroostrożnościowa), co utrudniać może proces decyzyjny i regulacyjny (Bengtsson, 2020; Bennani i in., 2017; Cecchetti i Kohler, 2014; Garcia Revelo i Levieuge, 2022; Kurowski i Smaga, 2018; Stellinga, 2021). Decydenci, ustalając narzędzia w obszarach polityki pieniężnej i makroostrożnościowej, mogą preferować różne równowagi (*equilibria*) i kombinacje tych polityk, gdyż muszą brać pod uwagę efekty zewnętrzne wynikające z nakładania się wielu narzędzi na główne ich cele i jednocześnie każdy z nich będzie dążyć do zminimalizowania kwadratowej funkcji straty za pomocą własnego narzędzia, biorąc pod uwagę reakcję drugiego decydenta (Agur, 2019, s. 192–193). Dlatego dobrze skonstruowane ramy instytucjonalne wymagają wdrożenia odpowiednich rozwiązań pozwalających wyważyć cele w tak wielu obszarach, neutralizować zagrożenia oraz uzyskiwać odpowiedni poziom efektywności i spójności polityki makroostrożnościowej i kształtowanych w jej ramach instrumentów.

Przytaczane powyżej badania (Edge i Liang, 2019) prowadzą do być może zaskakującego i na pozór dyskusyjnego wniosku, że banki centralne nie są szczególnie zdolne do podejmowania działań makroostrożnościowych, gdy równolegle nie powołano w tych państwach komitetów stabilności finansowej. Argumentowano to potrzebą funkcjonowania struktur umożliwiających podejmowanie lub kierowanie działaniami i unikanie ryzyka inercji polityki, co stwierdzono tylko w połowie z 58 analizowanych krajów. Jednocześnie sugeruje się, że wielowarstwowe i złożone ramy polityki stwarzają trudne do rozwiązania problemy dotyczące sposobu zapewnienia organom (komitetom) makroostrożnościowym wystarczającej autonomii instytucjonalnej, potencjału politycznego i swobody decyzyjnej. Do analogicznych wniosków prowadzą badania, które w 2020 r. przeprowadził Bengtsson (2020, s. 1), który dostrzegł związek pomiędzy rozwiązaniami instytucjonalnymi a jakością zarządzania w obszarze polityki i przejrzystością procesów decyzyjnych i wnioskuje, że powołanie jednego organu makroostrożnościowego przeciwdziała inercji decydentów.

Tak zdefiniowane problemy i uwarunkowania determinują ramy instytucjonalne implementowane we Francji, których prezentacja jest podstawowym celem tego opracowania. Rozwiązanie francuskie jest próbą wyważenia pomiędzy korzyściami wynikającymi z zaangażowania banku centralnego a potrzebą nadania szerokich ram odniesienia, koordynacji i komplementarności działań różnych władz współodpowiedzialnych w obszarze polityki makroostrożnościowej.

III. WYSOKA RADA DS. STABILNOŚCI FINANSOWEJ JAKO ORGAN POLITYKI I REGULACJI MAKROOSTRÓŻNOŚCIOWEJ WE FRANCJI

Zaprezentowane powyżej uwarunkowania znajdują swoje odzwierciedlenie w kształcie instytucji odpowiedzialnych za politykę makroostrożnościową we Francji. Wysoka Rada ds. Stabilności Finansowej (Le Haut Conseil de stabilité financière [HCSF]) jest niezależnym od banku centralnego organem makroostrożnościowym (art. L 631-2-1 C.m.f.), któremu powierzono obydwa statusy CA i DA. Tym, co wyróżnia rozwiązanie francuskie i stanowi główny motyw podjętych rozważań, są przewidziane prawem kompetencje do wydawania regulacyjnych instrumentów makroostrożnościowych. W ten sposób kompetencje organu wykraczają poza tzw. mandat makroostrożnościowy i identyfikację ryzyka, czy też aspekty komunikacji i koordynacji. Koncepcja ta pozwala na najpełniejszy zakres interwencji i odpowiedzialności skupionej w jednym organie, co – jak już wzmiankowano – stanowi dosyć rzadko spotykane rozwiązanie w UE (podobne rozwiązanie wzorowane na francuskim funkcjonuje jedynie w Rumunii).

Zadaniem HCSF jest „nadzorowanie systemu finansowego jako całości w celu zagwarantowania jego stabilności i zapewnienia trwałego udziału sektora finansowego we wzroście gospodarczym” (art. L.631-2-1 C.m.f.). Ponadto do podstawowych zadań HCSF należy m.in.: zapewnienie współpracy i wymiany informacji pomiędzy zaangażowanymi instytucjami, określenie i ocena charakteru oraz zakresu ryzyka systemowego wynikającego z sytuacji sektora i rynków finansowych, formułowanie opinii lub zaleceń (zob. HCSF, 2016, s. 7–9), które mogą być podawane do wiadomości publicznej.

Skład HCSF reprezentuje szeroki zbiór instytucji państwa: zarówno tych zaliczanych do sieci bezpieczeństwa finansowego (np. bank centralny czy sektorowe organy nadzoru finansowego), jak i w ograniczonym zakresie obejmuje przedstawicieli władzy politycznej, co jest rzadko spotykanym rozwiązaniem. W skład HCSF wchodzi (art. L.631-2 C.m.f.) sześciu pełnoprawnych członków: minister gospodarki i finansów (jest jej przewodniczącym), gubernator Banku Francji (Banque de France), przewodniczący oraz wiceprzewodniczący Najwyższego Urzędu ds. Kontroli Ostrożnościowej, Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji (L'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution [ACPR]; m.in. nadzór mikroostrożnościowy w sektorze bankowym i ubezpieczeniowym), przewodniczący Najwyższego Urzędu ds. Rynków Finansowych (L'Autorité des Marchés Financiers [AMF]; m.in. nadzór mikroostrożnościowy w sektorze kapitałowym) oraz przewodniczący Najwyższego Urzędu ds. Standardów Rachunkowości (L'Autorité des normes comptables [ANC]), a także trzech przedstawicieli posiadających odpowiednie kompetencje, wyznaczanych po jednym przez najwyższe władze Republiki: przewodniczącego Zgromadzenia Narodowego (*président de l'Assemblée nationale*), przewodniczącego Senatu (*président du Sénat*) oraz ministra finansów i rachunków publicznych (*ministre des Finances et des Comptes publics*).

Decyzje i inne rozstrzygnięcia podejmowane są wyłącznie w gronie sześciu pełnoprawnych członków, wśród których połowa wywodzi się bezpośrednio z banku centralnego (gubernator) lub jest z nim związana pośrednio, gdyż ACPR (przewodniczący oraz wiceprzewodniczący) jest organem zależnym banku centralnego.

W wymiarze funkcjonalnym tak uformowany skład HCSF (2016) jest dobrze zbalansowany pomiędzy głównymi decydentami i pozwala „wziąć pod uwagę opinie wszystkich organów nadzoru, zapewniając jej szeroki punkt widzenia na sektor finansowy oraz dostęp do analizy zewnętrznej”. Taki skład ma zagwarantować, że Rada będzie w stanie „lepiej przewidywać interakcje pomiędzy polityką makroekonomiczną, polityką pieniężną, polityką fiskalną, podatkami i szeroką polityką gospodarczą, synergie lub potencjalne konflikty interesów” (s. 4). Jednocześnie tego typu struktura kolegialna możliwie najpełniej realizuje postulaty wyrażone w rekomendacji ESRB/2011/3, w tym konieczność koordynacji polityki makroostrożnościowej z innymi politykami państwa leżącymi w gestii oddzielnych organów, a także pozwala uczynić proces decyzyjny możliwie najbardziej transparentnym.

W świetle wymogów rozliczalności niezwykle ważnym czynnikiem jest uczestnictwo w obradach wymienionych trzech przedstawicieli władzy politycznej, a także ogólne kierownictwo HCSF powierzone przedstawicielowi administracji rządowej (minister gospodarki i finansów). Co więcej, w sytuacjach pojawienia się wewnętrznych konfliktów, fakt ten należy podać do publicznej wiadomości, a organy odpowiedzialne za obie polityki powinny w sposób transparentny prezentować, „w jaki sposób decyzje polityczne uwzględniają kompromisy między celami” (Beau i in., 2012, s. 7). Działania te powinny prowadzić do osiągnięcia wspólnego celu, czyli „znalezienie właściwej równowagi między krótkoterminowymi kosztami stabilności finansowej a długoterminowymi kosztami niestabilności cen”, a zatem konfliktów na styku polityki makroostrożnościowej i polityki pieniężnej (Beau i in., 2012, s. 7). W ten sposób, można też dostrzec związek pomiędzy rozwiązaniami instytucjonalnymi a zarządzaniem w obszarze polityki i przejrzystością procesów decyzyjnych. Powołanie jednego organu makroostrożnościowego także przeciwdziała inercji decydentów (Bengtsson, 2020, s. 1), co jest bardzo ważne, gdyż działania te mogą być niepopularne politycznie i społecznie (np. ograniczać dostęp do kredytów).

IV. RELACJA HCSF Z ORGANAMI NADZORU MIKROOSTRÓŻNOŚCIOWEGO

Poglądowa analiza rozwiązań instytucjonalnych w krajach UE pozwala dostrzec pewną ogólną prawidłowość, że stosowanie instrumentów mikroostrożnościowych kierowanych do indywidualnych adresatów zawsze wymaga zaangażowania komponentu (najczęściej oddzielnego organu) od-

powiedzialnego za nadzór finansowy, który działa jako regulator mikroostrożnościowy. Można zaobserwować tę prawidłowość zarówno w państwach, gdzie wszystkie aspekty regulacji od miękkich po twarde znajdują się w gestii tego samego organu makroostrożnościowego (np. Francja), jak i w państwach, gdzie kompetencje w zakresie regulacji twardej, oparte na prawnych formach władczych, realizowane są przez administrację rządową (np. Polska, Wielka Brytania) lub organ nadzoru finansowego (np. Niemcy). Stąd nawet francuskie rozwiązanie musi uwzględniać fakt, że szereg środków o charakterze ostrożnościowym, a w szczególności skierowanych do indywidualnych instytucji, jak: bufory dla instytucji G-SII i O-SII, środki przewidziane w ramach tzw. filara 2, o których mowa w art. 103 CRD IV, z art. 131 CRD IV, z art. 124 i 164 CRR, czy pozostałe „środki krajowe” z art. 458 CRR, ze względów praktycznych są kształtowane przez organy nadzoru finansowego (HCSF, 2016, s. 12).

Obowiązki w zakresie nadzoru mikroostrożnościowego (*supervision microprudentielle*) oraz w obszarze nadzoru czynnościowego nad instytucjami finansowymi (licencjonowanie, nadzór bieżący) dla sektorów bankowego i ubezpieczeniowego realizowane są przez L'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (art. L612-1 – L612-50 C.m.f.), która w wymiarze ustrojowym i organizacyjnym jest organem zależnym Banku Francji (Mariański, 2023, s. 41–42; Thierry, 2023, s. 141–173). W przypadku sektora firm inwestycyjnych i rynku kapitałowego omawiane kompetencje realizuje L'Autorité des Marchés Financiers (art. L621-1–L621-35 C.m.f.). Obydwu urządzeniom nadano osobowość prawną i status niezależnych organów administracji (*l'autorité administrative indépendante*), który nadaje im specyficzne miejsce w ustroju administracji publicznej (Petit, 2019, s. 99–107). Pomimo podległości władzy wykonawczej państwa, obydwa urzędy zachowują swoją niezależność i są wyłączone spod bezpośredniej, konstytucyjnej odpowiedzialności rządu za politykę i administrację (Martin, 2013, s. 53–77).

Ze względu na odejście od w pełni zintegrowanego modelu nadzoru finansowego we Francji (Thierry, 2023, s. 138–140), tak ukształtowany skład HCSF umożliwia również lepszą współpracę między organami mikroostrożnościowymi, przy jednoczesnym zachowaniu ich niezależności i mandatów, co stanowi jedną z gwarancji funkcjonowania skutecznych ram nadzoru i regulacji (HCSF, 2016, s. 2).

V. MECHANIZM REGULACJI INSTRUMENTÓW MAKROOSTRÓŻNOŚCIOWYCH I ROLA BANKOWOŚCI CENTRALNEJ

Jak już wzmiankowano powyżej, cechą która wyróżnia francuskie rozwiązanie modelowe na tle innych państw UE, jest wyposażenie HCSF w szerokie uprawnienia regulacyjne (tzw. interwencja twarda) w zakresie stosowanych instrumentów makroostrożnościowych, takich jak: bufor antycykliczny czy

bufor ryzyka systemowego stosowanych na wniosek gubernatora Banku Francji. Może również podjąć działania przewidziane w art. 458 rozporządzenia CRR czy ustalić warunki udzielania kredytów przez instytucje podlegające nadzorowi.

Proces monitoringu i oceny zagrożeń we francuskim systemie finansowym, wedle ustawowych kompetencji¹¹, odbywa się w strukturach banku centralnego i dokonywany jest w formie raportów opracowywanych przez pracowników banku centralnego (Banque de France) oraz L'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, która jako nadzorca mikroostrożnościowy jest organem zależnym banku i funkcjonuje, opierając się na zasobach organizacyjnych banku centralnego (to ważne kryterium oceny jakościowej), a jego pracami kieruje gubernator Banque de France (zob. Mariański, 2023, s. 40–42). Propozycje w zakresie instrumentów polityki makroostrożnościowej wraz z oceną ich wpływu na stabilność finansową (zob. Banque de France, 2019), przygotowywane i przedkładane są HCSF przez gubernatora w formie oficjalnego wniosku, a sposób rozpatrzenia wraz z uzasadnieniem podawany jest do publicznej wiadomości w drodze komunikatu (HCSF, 2022).

Z punktu widzenia mechanizmu oddziaływania regulacyjnego bank centralny posiada w nim kluczową rolę i wpływ merytoryczny, gdyż prowadząc monitoring i analizę systemu finansowego, inicjuje (etap 1) proces regulacji na podstawie formalnego wniosku, przy czym podejmowanie rozstrzygnięcia w tej materii odbywa się na forum HCSF, która posiada formalną niezależność decyzyjną (etap 2) oraz odpowiada za wydawanie poszczególnych aktów administracyjnych regulujących poszczególne instrumenty makroostrożnościowe (etap 3). Nieco inaczej sytuacja wygląda w przypadku wybranych instrumentów mikroostrożnościowych, gdzie rolę regulatora na ostatnim etapie pełni nadzór finansowy – L'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution.

Oddziaływanie regulacyjne HCSF można określić jako „wielopoziomowe”, gdyż oparte jest na całej gamie środków prawnych o zróżnicowanym stopniu dolegliwości. Komunikacja z otoczeniem zaliczana do interwencji „miękkiej” (*douces*), pozwala na „rozszerzenie” wpływu polityki makroostrożnościowej poza istniejące narzędzia o charakterze ostrożnościowym. Podobnie jak analogiczne władze w innych państwach, HCSF stosuje specyficzne i typowe formy prawne działania zaliczane we Francji do interwencji „pośredniej” (*intermédiaires*), jak wydawane „opinie” (*avis*) i „zalecenia” (*recommandations*), które obejmują otwarty katalog spraw. Najbardziej doniosłą formą jest interwencja „wiążąca” (*contraignantes*) – pozwalająca na podjęcie szybkiej i sprawnej interwencji na podstawie środków regulacyjnych posiadających moc prawnie wiążącą adresatów (HCSF, 2016, s. 6–9).

W poszczególnych państwach UE stosuje się niemal wyłącznie formy prawne działania o zbliżonym nazewnictwie, których cechą charakterystyczną jest niewładczy charakter prawny. Przykładowo w Hiszpanii są to odpowied-

¹¹ Ustawa z 26 lipca 2013 r. 2013-672 w sprawie rozdziału i regulacji działalności bankowej (*de séparation et de régulation des activités bancaires*), wersja skonsolidowana z 4 października 2017 r.

nio – „opinie” (*opiniones*), „ostrzeżenia” (*alertas*) i „rekomendacje” (*recomendaciones*)¹², w Niemczech – „ostrzeżenia” (*Warnungen*) i „zalecenia” (*Empfehlungen*)¹³, w Polsce – „opinie”, „stanowiska” i „rekomendacje”¹⁴, a w Wielkiej Brytanii – „ostrzeżenia” (*warnings*) i „rekomendacje” (*recommendations*)¹⁵. Jednak we wszystkich tych systemach oddziaływanie regulacyjne władz makroostrożnościowych ogranicza się do stosowania tego typu niewładczych form, które służą m.in. do wskazywania właściwym regulatorom potrzeby regulacji instrumentów, co komplikuje proces i obarcza go ryzykiem niedostosowania się regulatora do woli organu makroostrożnościowego.

Specyfikę oddziaływania regulacyjnego w obszarze polityki makroostrożnościowej można najlepiej uchwycić właśnie na przykładzie francuskim, gdzie pomimo przypisanych HCSF władczych kompetencji regulacyjnych (DA), np. w materii wskaźnika bufora antycyklicznego (CCyB)¹⁶ czy warunków udzielania kredytów na nieruchomości¹⁷, istnieje niezależna potrzeba zastosowania niewładczej regulacji (1) skierowanej do instytucji finansowych, np. banków, zakładów ubezpieczeń czy infrastruktury rynku finansowego. Jednocześnie rekomendacje służą do koordynacji i uzyskiwania zbieżności działań (2) współodpowiedzialnych instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego, np. organu nadzoru finansowego L’Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution w zakresie środków mikroostrożnościowych (art. L.631-2-1 pkt 3 C.m.f.).

VI. PRAWNE FORMY DZIAŁANIA STOSOWANE PRZEZ HCSF

Funkcjonowanie zróżnicowanych co do treści aktów administracyjnych o charakterze generalnym wydaje się immanentną cechą organów regulacji w wielu państwach (Kmieciak, 2009, s. 23), co można zaobserwować m.in. we Francji, gdzie przy uwzględnieniu różnic w postrzeganiu samego pojęcia aktu

¹² Art. 11-13 Dekretu królewskiego 102/2019 z 1 marca, który tworzy Radę Stabilności Finansowej Urzędu Makroostrożnościowego, ustanawia jego reżim prawny i rozwija pewne aspekty związane z narzędziami makroostrożnościowymi (Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo, por el que se crea la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera, se establece su régimen jurídico y se desarrollan determinados aspectos relativos a las herramientas macroprudenciales).

¹³ § 3 ustawy z 28 listopada 2012 r. o stabilności finansowej (*Finanzstabilitätsgesetzes*), BGBl. I, s. 2369.

¹⁴ Art. 17 i 18 ustawy z 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym, t.jedn.: Dz. U. 2025, poz. 819.

¹⁵ Sekcje 9H i 9O – 9R ustawy z 23 kwietnia 1998 r. o Banku Anglii (Bank of England Act 1998), 1998, c. 11, w kształcie nadanym przez Financial Services Act z 2012 r.

¹⁶ Décision n°D-HCSF-2022-6 du 27 décembre 2022 relative au taux du coussin de fonds propres contra-cyclique (https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/hcsf/Dcision_D-HCSF-2022-06_CCyB.pdf?v=1725549639).

¹⁷ Décision n° D-HCSF-2023-6 du 18 décembre 2023 relative aux conditions d’octroi de crédits immobiliers (<https://www.legifrance.gouv.fr/download/pdf?id=tZDZCQv14sP-mBcnCBRkE-DTOvZ5Ek71A8bGZcLXcvGM>).

administracyjnego¹⁸, tego typu rolę pełnią *règlement* tłumaczone jako „akty reglamentacyjne” – wydawane jednostronnie przez administrację, będące odmianą decyzji wykonalnych (*décision exécutoire*) i zawierające normy generalne. Tego typu akty są kierowane do nieoznaczonego imiennie adresata (indywidualne) lub adresatów (generalne) i jednocześnie nie konsumują się w drodze jednorazowego zastosowania, będąc jednocześnie aktem „konkretyzującym, stosującym normy prawne” (Ochwat, 2023, s. 98–105).

Przykładem zastosowania tego typu formy prawnej działania administracji są kompetencje w zakresie określania bufora antycyklicznego (CCyB), realizowane przez Wysoką Radę ds. Stabilności Finansowej (HCSF) na podstawie przepisów z artykułów: L. 511-41-1 A, L. 533-2-1, L. 612-2 i L. 631-2-1 C. m. f. na wniosek gubernatora Banque de France, a ich miejscem publikacji jest Dziennik Urzędowy Republiki Francuskiej (*Le Journal officiel de la République Française*).

W kontekście nazewnictwa aktów administracyjnych stosowanych do regulowania instrumentów polityki makroostrożnościowej, w tym bufora antycyklicznego, z polskiej perspektywy mylne może być użyte nazewnictwo – *décision*¹⁹, co można przetłumaczyć jako „decyzja”. Należy w tym miejscu uściślić, że we francuskim prawie administracyjnym nazwa formy prawnej i procedura wydawania tego typu aktów nie przesądza jeszcze o fakcie, czy jest on generalny (akt reglamentacyjny), czy ma on charakter indywidualny (Szpor, 2003, s. 152–153), jak w Polsce, co *prima facie* może prowadzić do błędnych wniosków. Jak wynika z treści omawianej decyzji dotyczącej bufora antycyklicznego (CCyB), jest ona skierowana do adresatów, czyli nieokreślonych imienne kategorii podmiotów, wskazanych ustawowo instytucji finansowych, jak m.in.: instytucje kredytowe, firmy inwestycyjne, izby rozliczeniowe czy instytucje pieniądza elektronicznego. Ponadto mają one charakter konkretny (dotyczą konkretnej sprawy), a ich wydanie wymaga wielu ustaleń faktycznych dotyczących sytuacji finansowej oraz aktualnych wskaźników finansowych, makroekonomicznych i pieniężnych (polityka), których monitoring sygnalizuje stopniowe zwiększanie ryzyka cyklicznego (*signale un renforcement progressif du risque cyclique*), na które to przesłanki powołuje się organ we wstępie do decyzji. Co więcej, okoliczności te mają charakter dynamiczny, co potencjalnie może wiązać się z koniecznością uchylecia i wydania nowego tego typu aktu (decyzji).

Decyzja jako ukształtowana prawna forma działania administracji musi spełniać wszelkie wymogi formalne, w tym musi posiadać uzasadnienie zawierające przesłanki, na których opiera się organ wydający rozstrzygnięcie. W omawianym przypadku są to wysokości poszczególnych współczynników

¹⁸ W prawie francuskim przez pojęcie aktu administracyjnego należy rozumieć każdy akt pochodzący od administracji w znaczeniu podmiotowym, czyli w ujęciu formalnym i organicznym i w całości objętych kontrolą sądowoadministracyjną (gdy wywierają bezpośredni skutek prawny) w odróżnieniu od znaczenia materialnego ograniczonego do aktów indywidualnych reprezentowanego m.in. w Polsce (Szpor, 2003, s. 39–47).

¹⁹ Przykładowo: *Décision n°D-HCSF-2017-3 du 30 septembre 2017 relative au taux du coussin de fonds propres contracyclique*, JO n°0249 du 24 octobre 2017.

określone w procesie monitoringu systemu finansowego, co samo w sobie wzmacnia transparentność i rozliczalność procesu regulacji. Ponadto decyzje HCSF kształtujące poszczególne instrumenty makroostrożnościowe mogą być na zasadach ogólnych przedmiotem skargi o uchylenie, rozpatrywanej przez Radę Stanu (art. L631-2-1 C.m.f.).

VII. OCENA ROZWIĄZAŃ IMPLEMENTOWANYCH WE FRANCJI

W piśmiennictwie nauki finansów oraz w raportach instytucji międzynarodowych można odnaleźć bardzo szerokie spektrum kryteriów, które powinny spełniać instytucje polityki makroostrożnościowej w poszczególnych państwach, wśród których najważniejsze to m.in.: klarownie zdefiniowane cele, dostęp do informacji i zasobów, niezależność od czynników politycznych, koordynacja działań, mechanizm decyzyjny, dostęp do odpowiedniego zestawu narzędzi, w tym do uprawnień regulacyjnych (m.in. BIS, 2011, s. 27–53; Dobrzańska, 2016, s. 93–118; Nier i in., 2011, s. 9). Ze względu na opisywaną powyżej problematykę współzależności pomiędzy polityką makroostrożnościową i polityką pieniężną niewątpliwym czynnikiem, który należy uwzględnić w procesach instytucjonalizacji polityki makroostrożnościowej, jest zapewnienie właściwej koordynacji, komunikacji i wzajemnych odniesień pomiędzy obydwoma politykami (BIS, 2016, s. 33). Osiągnięcie zaprezentowanych powyżej korzyści wynikających m.in. z doświadczenia i niezależności banków centralnych oraz uzyskanie efektu synergii jest możliwe, o ile zagwarantuje się odpowiedni rozdział odpowiedzialności i celów obu domen polityk, przy osiągnięciu właściwej komunikacji (tak Smets, 2013, s. 152).

W tym kontekście rozwiązanie instytucjonalne implementowane we Francji w pełni realizuje powyższe postulaty. Zarówno bank centralny, jak i Wysoka Rada ds. Stabilności Finansowej (HCSF) posiadają jasno zdefiniowane ustawowo cele oraz zakresy kompetencji, a także pełne spektrum instrumentów regulacyjnych. W tym ostatnim przypadku, jak już akcentowano, zakres ten jest najszerszy z możliwych, gdyż w przeciwieństwie do porównywanych państw, obejmuje także uprawnienia do wydawania regulacyjnych instrumentów makroostrożnościowych, które są wiążące dla adresatów (tzw. interwencja twarda). Kryterium komunikacji należy rozumieć wieloaspektowo, gdyż dotyczy ono zarówno komunikacji z otoczeniem, czyli instytucjami i innymi uczestnikami systemu finansowego, jak i niezwykle istotną komunikację wewnętrzną, czyli koordynację administracyjną w ramach zaangażowanych w składzie HCSF instytucji współodpowiedzialnych, jak np. sektorowe organy nadzoru finansowego (perspektywa mikroostrożnościowa). Na tle zaprezentowanych rozwiązań instytucjonalnych w innych państwach, w HCSF szczególnie silny i zrealizowany możliwie najpełniej jest postulat rozdziału odpowiedzialności obu domen polityki. Świadczy o tym powołanie osobnego organu i klarowne wyodrębnienie procesów decyzyjnych polityki makroostrożnościowej od organów państwa odpowiedzialnych za politykę pieniężną (bank centralny) oraz

politykę fiskalną (administracja rządowa). Jednocześnie tego typu model angażuje wszystkie niezbędne zasoby skupione przede wszystkim w banku centralnym, zapewnia szerokie pole odniesienia oraz gwarantuje tak silnie akcentowaną powyżej potrzebę koordynacji działań.

Paradoksalnie, chociaż bank centralny nie posiada we francuskim modelu bezpośredniej odpowiedzialności za politykę makroostrożnościową jako „organ właściwy” (CA), omówiony powyżej mechanizm regulacji gwarantuje jego silny wpływ na kształt regulacyjnych środków makroostrożnościowych. Jednocześnie pomimo faktu, że HCSF wyposażono w tak szerokie uprawnienia regulacyjne, nawet tego typu rozwiązanie musi uwzględniać fakt, że szereg środków o charakterze ostrożnościowym, a w szczególności skierowane do indywidualnych instytucji, ze względów praktycznych kształtowane są przez niezależne instytucjonalnie organy nadzoru finansowego. W przypadku Francji instrumenty te określa zależna od banku centralnego L’Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, który prowadzi nadzór mikroostrożnościowy i finansowy w sektorze bankowym i ubezpieczeniowym.

VIII. WNIOSKI

W większości państw Unii Europejskiej kompetencje instytucji (organów, komitetów), którym powierzono odpowiedzialność za tzw. mandat makroostrożnościowy (*national competent authority* [CA]), ograniczają się do komunikacji i koordynacji działań, natomiast uprawnienia w zakresie regulacji instrumentów makroostrożnościowych i mikroostrożnościowych (tzw. kompetencje twarde) są bardzo często realizowane przez oddzielne i niezależne od nich organy i instytucje państwa. Ich wzajemna relacja oparta jest na niewładczej perswazji w formie wydawanych rekomendacji, czyli tzw. regulacji „pośredniej”, która w sytuacjach kryzysowych może generować znaczne ryzyko niespójności działań różnych decydentów. Mechanizmy regulacji instrumentów makroostrożnościowych wymagają współdziałania zróżnicowanych organów i instytucji współodpowiedzialnych w obszarze polityki makroostrożnościowej i wdrożenia adekwatnych rozwiązań instytucjonalnych, które pomagają uzyskać skoordynowanie i komplementarność działań. W tym kontekście sam proces regulowania może generować dodatkowe ryzyko dla skuteczności narzędzi polityki makroostrożnościowej i szybkości reakcji w sytuacjach kryzysowych.

Funkcjonujący we Francji proces wydawania regulacji określających poszczególne instrumenty makroostrożnościowe na kluczowych etapach procesu: podejmowania rozstrzygnięcia (decydowania; etap 2) oraz wydawania aktów administracyjnych (*décision*; etap 3) jest w całości skoncentrowany w ramach mandatu i odpowiedzialności jednej instytucji: Wysokiej Rady ds. Stabilności Finansowej. Rada (HCSF) posiadająca niezależny w sensie instytucjonalnym od banku centralnego status organu makroostrożnościowego (status CA), koncentruje w składzie wszystkie instytucje zaliczane do sieci bezpieczeństwa finansowego i jest uprawniona do kształtowania kluczowych instrumentów

makroostrożnościowych na zasadzie współdecydowania poszczególnych władz, co zapewnia najbardziej koherentny i transparentny sposób podejmowania decyzji, oraz przeciwdziała potencjalnym konfliktom pomiędzy organami i instytucjami *safety net*.

Jednocześnie w tak ukształtowanym modelu bank centralny, bazując na własnej wiedzy, zasobach kadrowych i doświadczeniu, zachowuje kluczowy wpływ merytoryczny na kształt rozstrzygnięć regulacyjnych instrumentów polityki makroostrożnościowej we Francji. Bank centralny, opierając się na wynikach monitoringu systemu (etap 1), przedkłada propozycje wydania poszczególnych instrumentów, a zatem posiada wyłączne prawo do inicjowania całego procesu regulacji. Propozycje te mogą być, co prawda, podważone na forum Wysokiej Rady w ramach etapu decyzyjnego (etap 2), ale nigdy nie zostaną one pominięte, a podjęcie decyzji niezgodnej z intencją banku centralnego musi być każdorazowo zakomunikowane i właściwie uzasadnione. Na tym etapie bank centralny jest niewralgicznym współdecydentem, ponieważ posiada w składzie Wysokiej Rady bezpośrednio lub pośrednio (poprzez zależny organ nadzoru mikroostrożnościowego – ACPR) trzy na sześć decydujących głosów.

Rozwiązanie instytucjonalne wdrożone we Francji w sposób najszerszy realizuje zaprezentowane kryteria jakościowe, postulaty nauki i rekomendacje UE. Opisany model organizacyjny pozwala najlepiej wyważyć dylematy związane z potrzebą zaangażowania banku centralnego a koniecznością nadania szerokich ram odniesienia rozstrzygnięć poprzedzających wydanie regulacji. Przedstawione w artykule rozważania i wnioski mogą stanowić inspirację dla badaczy dyscypliny finansów podejmujących problematykę oceny efektywności narzędzi polityki makroostrożnościowej z perspektywy porównawczej różnych modeli instytucjonalizacji i regulacji instrumentów makroostrożnościowych. Może to być jednocześnie przyczynek do dyskusji nad mechanizmami regulacji instrumentów makroostrożnościowych w Polsce. O ile ze względów systemowych i konstytucyjnych nie jest możliwe wyposażenie Komitetu Stabilności Finansowej w bezpośrednie uprawnienia regulacyjne (np. dotyczące buforów), o tyle należy postulować *de lege ferenda* zwiększenie transparentności i rozliczalności działalności Komitetu m.in. przez publikowanie uzasadnień rozstrzygnięć, raportowanie roczne założeń i realizacji polityki czy wdrożenie rozwiązań pozwalających neutralizować potencjalne konflikty na styku banku centralnego i administracji rządowej.

Author contributions / Indywidualny wkład autora (CRediT): Michał Ochwat – 100% (Conceptualization / Konceptualizacja; Investigation / Przeprowadzenie badań; Writing – original draft / Pisanie – pierwszy szkic; Writing – review & editing / Pisanie – recenzja i edycja).

Conflict of interest / Konflikt interesów: The author declares no conflict of interest. / Autor nie zgłosił konfliktu interesów.

Funding / Finansowanie: The author declares no institutional funding. / Autor oświadczył, że nie korzystał z finansowania instytucjonalnego.

The use of AI tools / Wykorzystanie narzędzi AI: The author declares no use of AI tools. / Autor oświadczył, że nie korzystał z narzędzi AI.

Data availability / Dostępność danych: Not applicable. / Nie dotyczy.

References / Bibliografia

- Agur, I. (2019). Monetary and macroprudential policy coordination among multiple equilibria. *Journal of International Money and Finance*, 96, 192–209. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2019.05.007>
- Altunbas, Y., Binici, M., i Gambacorta, L. (2018). Macroprudential policy and bank risk. *Journal of International Money and Finance*, 81(C), 203–220. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2017.11.012>
- André, M. Ch., i Dai, M. (2019). Politique macro-prudentielle dans la zone euro. *Bulletin de l'Observatoire des politiques économiques en Europe*, 40(1), 37–44. <http://www.opee.unistra.fr/spip.php?article394>
- Angelini, P., Neri, S., Panetta, F. (2012). *Monetary and macroprudential policies*. Working Paper No. 1449, European Central Bank. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2091137>
- Bailliu, J., Meh, C., i Zhang, Y. (2015). Macroprudential rules and monetary policy when financial frictions matter. *Economic Modelling*, 50, 148–161. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2015.06.012>
- Baker, A. (2013). The new political economy of the macroprudential ideational shift. *New Political Economy*, 18(1), 112–139. <https://doi.org/10.1080/13563467.2012.662952>
- Bank for International Settlements (BIS). (2011). *Central bank governance and financial stability: A report by a Study Group*. Bank for International Settlements. Basel. <http://www.bis.org/publ/othp14.pdf>
- Bank for International Settlements (BIS). (2016). *Objective-setting and communication of macroprudential policies*. Report. CGFS Papers No 57. <http://www.bis.org/publ/cgfs57.pdf>
- Banque de France. (2019). *Évaluation des risques du système financier*. Banque de France. https://publications.banquefrance.fr/sites/default/files/medias/documents/ers_06_19_fr_book.pdf
- Beau, D., Clerc, L., i Mojon, B. (2012). *Macro-prudential policy and the conduct of monetary policy*. Banque de France. https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/working-paper_390_2012.pdf
- Bengtsson, E., (2020). Macroprudential policy in the EU: A political economy perspective. *Global Finance Journal*, 46(C), artykuł 100490. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2019.100490>
- Bennani, T., Clerc, L., Coudert, V., Dujardin, M., i Idier, J. (2017). Les interactions avec d'autres politiques économiques et prudentielles: complémentarités et possibles conflits d'objectifs. W: *Politique macroprudentielle. Prévenir le risque systémique et assurer la stabilité financière* (s. 247–278). Pearson France.
- Cecchetti, S.G., i Kohler, M. (2014). When capital adequacy and interest rate policy are substitutes (and when they are not). *International Journal of Central Banking*, 36(9), 205–231.
- Dobrzańska, A. (2016). *Polityka makroostrożnościowa banku centralnego*. Difin.
- Edge, R. M., i Liang, N. (2019). *New financial stability governance structures and central banks*. FEDS Working Paper No. 2019-19, 1–44. <https://doi.org/10.17016/feds.2019.019>
- European Systemic Risk Board (ESRB). (2025a). *List of national macroprudential authorities and national designated authorities in EEA Member States*. https://www.esrb.europa.eu/national_policy/shared/pdf/esrb.191125_list_national_macroprudential_authorities_and_national_designated_authorities_in_EEA_Member_States.en.pdf
- European Systemic Risk Board (ESRB). (2025b). *Overview of national macroprudential measures* (last updated: 25 February 2025). https://www.esrb.europa.eu/national_policy/html/index.pl.html
- European Systemic Risk Board (ESRB). (2025c). *Overview of national capital-based measures* (last updated: 22 April 2025). https://www.esrb.europa.eu/national_policy/html/index.pl.html
- Fedorowicz, M. (2019). *Nadzór makroostrożnościowy w Polsce*. Wydawnictwo Naukowe UAM.
- Financial Stability Board (FSB), International Monetary Fund (IMF), Bank for International Settlements (BIS). (2011). *Macroprudential policy tools and frameworks. Progress Report to G20*. <http://www.bis.org/publ/othp17.pdf>
- Garcia Revelo, J. D., i Leveuge, G. (2022). When could macroprudential and monetary policies be in conflict? *Journal of Banking & Finance*, 139, artykuł 106484. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106484>

- Haut Conseil de stabilité financière (HCSF). (2016). *Stratégie du Haut Conseil de stabilité financière*. https://www.economie.gouv.fr/files/strategie_macroprudentielle_du_hcsf.pdf
- Haut Conseil de stabilité financière (HCSF). (2022). *Communiqué de presse Paris*, le 28 décembre 2022, https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/hcsf/HCSF_20221213_CP_decisionCCyB.pdf?v=1701702340
- Iwanicz-Drozdowska, M. (2007). Sieć bezpieczeństwa finansowego a działalność konglomeratów finansowych. W: M. Iwanicz-Drozdowska (red.), *Konglomeraty finansowe* (s. 89–107). Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Jeanneau, S. (2014). *Financial stability objectives and arrangements – what's new?* Bank for International Settlements (Basel).
- Jurkowska-Zeidler, A. (2008). *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*. Wolters Kluwer.
- Kim, S., i Mehrotra, A. (2022). Examining macroprudential policy and its macroeconomic effects – Some new evidence. *Journal of International Money and Finance*, 128, artykuł 102697. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2022.102697>
- Kmiecik, Z. (2009). Niezależne organy regulacyjne (aspekt prawno-porównawczy). W: J. Boć i A. Chajbowicz (red.), *Nowe problemy badawcze w teorii prawa administracyjnego* (s. 15–23). Kolonia Limited.
- Kurowski, L., i Smaga, P. (2018). Monetary policy and cyclical systemic risk – friends or foes? *Prague Economic Papers*, 27(5), 522–540. <https://doi.org/10.18267/j.ppe.667>
- Lemonnier, M. (2015). Rola badań porównawczych i interdyscyplinarnych w kwestiach rynku i nadzoru finansowego. W: A. Jurkowska-Zeidler i M. Olszak (red.), *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka* (s. 39–55). Wolters Kluwer.
- Marchionne, F., Pisicoli, B., i Fratianni, M. (2022). Regulation, financial crises, and liberalization traps. *Journal of Financial Stability*, 63(C), artykuł 101060. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2022.101060>
- Martin, S. (2013). Les autorités publiques indépendantes: réflexions autour d'une nouvelle personne publique. *Revue du droit public*, 1, 53–77.
- Mariański, M. (2023). Uprawnienia i kompetencje francuskiego pomocniczego organu nadzoru nad rynkiem finansowym Autorité de contrôle prudentiel et de résolution. *Przegląd Prawa Handlowego*, 4, 38–44.
- Nier, E. W., Osiński, J., Jácóme, L. I., i Madrid, P. (2011). *Institutional models for macroprudential policy*. IMF Staff Discussion Note, SDN/11/18. <https://doi.org/10.5089/9781463926533.006>
- Ochwat, M. (2021). Polityka makroostrożnościowa czy nadzór makroostrożnościowy? *Bezpieczny Bank*, 84(3), 43–64.
- Ochwat, M. (2022). Regulacyjny mechanizm kształtowania instrumentów makroostrożnościowych – charakter prawny i rola rekomendacji Komitetu Stabilności Finansowej. *Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego*, 7(889), 20–30. <https://doi.org/10.33226/0137-5490.2022.7.3>
- Ochwat, M. (2023). Generalne akty administracyjne regulujące stabilność finansową – perspektywa porównawcza prawa niemieckiego. *Państwo i Prawo*, 78(8), 96–117.
- Petit, É. (2019). La régulation et la supervision du secteur financier. W: *Les indispensables du droit public économique* (s. 99–107). <https://doi.org/10.14375/NP.9782340033528>
- Poghosyan, T. (2020). How effective is macroprudential policy? Evidence from lending restriction measures in EU countries. *Journal of Housing Economics*, 49, artykuł 101694. <https://doi.org/10.1016/j.jhe.2020.101694>
- Rosello, J.-P. (2024). Marchés financiers, capital financier et crises systémiques. Hartmann.
- Rubio, M., i Carrasco-Gallego, J. (2014). Macroprudential and monetary policies: implications for financial stability and welfare. *Journal of Banking & Finance*, 49. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.02.012>
- Smets, F. (2013). Financial stability and monetary policy: How closely interlinked? W: C. Berg (red.), *Two decades of inflation targeting: Main lessons and remaining challenges*. *Sveriges Riksbank Economic Review, special issue*, 3 (s. 121–160). https://archive.riksbank.se/Documents/Rapporter/POV/2013/2013_3/rap_pov_131122_eng.pdf

- Szpor, A. (2003). *Akt reglamentacyjny jako instrument działania administracji we Francji*. Wydawnictwo Sejmowe.
- Teller, M. (2019). La régulation des marchés financiers entre pouvoirs privés économiques et ordre public économique. *Revue internationale de droit économique*, 33(1), 91–103. <https://doi.org/10.3917/ride.331.0091>
- Thierry, B. (2023). *Droit bancaire*. L.G.D.J.
- Ziemski, K.M. (2005). *Indywidualny akt administracyjny jako prawna forma działania administracji*. Wydawnictwo Naukowe UAM.