

URSZULA MRZYGLÓD

MIĘDZYNARODOWY KRYZYS FINANSOWY – KONSEKWENCJE DLA OTOCZENIA REGULACYJNEGO ORAZ PROCESÓW INTEGRACYJNYCH NA RYNKACH FINANSOWYCH UNII EUROPEJSKIEJ*

WSTĘP

W roku 2007 na międzynarodowym rynku finansowym rozpoczął się głęboki kryzys, który ujawnił słabości międzynarodowej architektury finansowej, w tym w szczególności niedoskonałości regulacji ostrożnościowych, których filary zostały stworzone jeszcze w latach 70. XX wieku. Powszechna awersja do ryzyka na rynkach międzynarodowych oraz występowanie efektu zarażania doprowadziły do „rozłania” się kryzysu finansowego na wszystkie kraje uczestniczące w międzynarodowym systemie walutowo-finansowym¹.

* Praca naukowa współfinansowana ze środków Europejskiego Funduszu Społecznego w ramach Programu Operacyjnego Kapitał Ludzki, Priorytetu IV, projekt pt. „Program wdrożenia nowoczesnych elementów kształcenia w Uniwersytecie Gdańskim”. Zadanie „Stypendia naukowe dla doktorantów szansą na rozwój gospodarki”. Publikacja odzwierciedla jedynie stanowisko autorki i projektodawca nie ponosi odpowiedzialności za umieszczoną w niej zawartość merytoryczną

¹ Wśród przyczyn międzynarodowego kryzysu finansowego ostatnich lat wymienia się wiele czynników, w tym przede wszystkim: narastanie globalnej nierównowagi płatniczej, prowadzenie polityki niskich stóp procentowych w krajach wysoko rozwiniętych, brak efektywnych regulacji nadzorczych, w tym obejmujących ryzyko systemowe oraz wadliwa struktura bodźców skłaniająca do podejmowania przez instytucje finansowe nadmiernego ryzyka. Szerzej na temat przyczyn: *Polska wobec światowego kryzysu finansowego*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2009; R. G. Rajan, *Fault lines. How hidden structures still threaten the world economy*, Princeton University Press, Princeton and Oxford 2010. Szerzej na temat sytuacji na polskim rynku finansowym

Kryzys urealniał zagrożenie, o którym wspominał E. Jones, że uczestnictwo w unii walutowej niesie za sobą ryzyko utrzymywania nadmiernych deficytów na rachunku obrotów bieżących oraz nadmiernego zadłużenia, co w dłuższej perspektywie prowadzić może do dużych trudności w makroekonomicznym funkcjonowaniu obszaru całej unii monetarnej². Ponadto przechodzenie od gospodarki zamkniętej na międzynarodowe przepływy kapitału do jednolitego rynku wiąże się ze zwiększeniem powiązań finansowych pomiędzy gospodarcami i powoduje wzrost ryzyka zarażania oraz ryzyka systemowego³.

W odpowiedzi na gwałtowne zjawiska na międzynarodowych rynkach finansowych decydenci polityczni i nadzorczy podjęli szereg działań i ambitnych reform, których celem było przywrócenie stabilności światowego systemu finansowego, wzmocnienie otoczenia regulacyjnego oraz poprawienie standardów prowadzenia działalności na rynkach finansowych. Działania reformatorskie zostały także podjęte na szczeblu Unii Europejskiej, której państwa członkowskie w różnym stopniu dotknięte zostały dekonjunkturą. W efekcie kryzysowi uległy także wskaźniki integracji finansowej państw członkowskich.

Celem opracowania jest przedstawienie wskaźników integracji rynków finansowych Unii Europejskiej oraz w dalszej kolejności najważniejszych aspektów prowadzonej reformy regulacyjnej rynków finansowych UE, której elementy zostały wprowadzone lub też są w fazie przygotowań, jako odpowiedź na międzynarodowy kryzys finansowy ostatnich lat.

KSZTAŁTOWANIE SIĘ WSKAŹNIKÓW INTEGRACJI FINANSOWEJ W STREFIE EURO I UNII EUROPEJSKIEJ A KRYZYS FINANSOWY

Osiągnięcie wysokiego poziomu integracji finansowej stanowiło cel działań instytucji regulacyjnych i gremiów decyzyjnych Unii Europejskiej od wielu lat. Budowa jednolitego rynku finansowego została podporządkowana problemom gospodarczym, z którymi zmierzyć się musiała gospodarka Unii Europejskiej oraz potrzebie poprawy funkcjonowania rynku wewnętrznego. Programy odnoszące się do rynku finansowego miały także zwiększać pozycję konkurencyjną Unii Europejskiej w świecie. Zatem integracja finansowa stanowiła narzędzie, dzięki któremu gospodarka UE miała podnieść swój po-

wym: *Polski rynek finansowy w obliczu kryzysu finansowego w latach 2008–2009*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010.

² E. Jones, *Liberalized Capital Markets, State Autonomy, and European Monetary Union*, „European Journal of Political Research” 2003, no. 42, s. 197–220.

³ H. Faruqee, *Key Concepts, Benefits and Risks*, [w:] J. Decressin, H. Faruqee, W. Fonteyne (red.), *Integrating Europe's Financial Markets*, IMF, Washington 2007, s. 19–40.

ziom efektywności i konkurencyjności, a także osiągnąć zrównoważony poziom wzrostu gospodarczego⁴. Wprowadzenie wspólnej waluty przyspieszyło proces integracji finansowej UE. Charakterystyczne jest jednak wysokie różnicowanie poszczególnych rynków finansowych pod względem stopnia zaawansowania integracji finansowej.

Kryzys finansowy przyniósł dotkliwe konsekwencje dla rynku pieniężnego państw Unii Europejskiej. Rynek ten, szczególnie w przypadku państw strefy euro był najbardziej zaawansowany w procesie integracji, co potwierdzało kształtowanie się stawek stóp procentowych poszczególnych rodzajów transakcji, których odchylenie standardowe zostało przedstawione na wykresie 1⁵. Wysoka konwergencja stawek rynku pieniężnego była obserwowana od momentu wprowadzenia wspólnej waluty, a w rezultacie kryzysu finansowego doszło do znaczącego zwiększenia wariancji stóp procentowych na rynkach pieniężnych strefy euro oraz pozostałych państw członkowskich Unii Europejskiej.

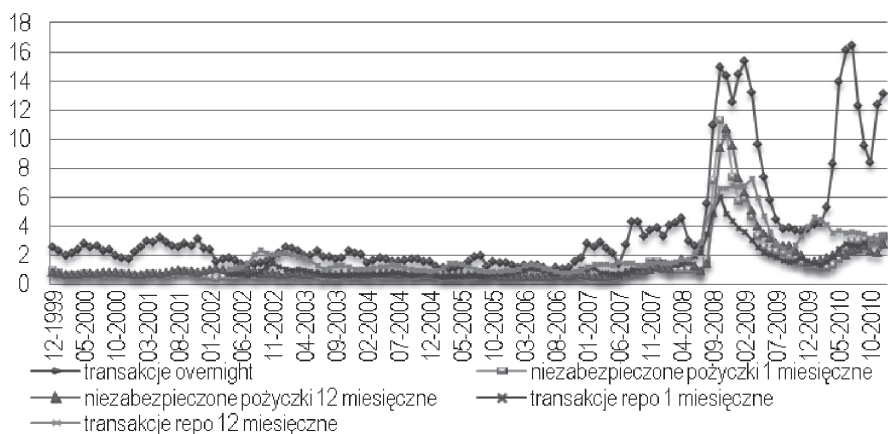
Okresowy wzrost różnicowania kwotowań transakcji na rynku pieniężnym był obserwowany jeszcze w roku 2007. Zmiany te nabrały gwałtownego charakteru wraz z upadkiem banku Lehman Brothers w 2008 roku i w największym stopniu dotyczyły one stawek transakcji *overnight*, a następnie niezabezpieczonych papierami wartościowymi transakcji pożyczkowych. Rok 2008 i pierwszy kwartał 2009 charakteryzował głębokie obniżenie zaufania na międzybankowym rynku pieniężnym oraz wzrost ryzyka kredytowego partnera transakcji, co spowodowało konieczność podjęcia działań przez Europejski Bank Centralny oraz narodowe banki centralne⁶. Ponownie w roku 2010, doszło do wzrostu poziomu ryzyka, który wynikał przede wszystkim z negatywnych informacji o rosnących wskaźnikach zadłużenia oraz zwiększenia obaw co do wypłacalności niektórych państw strefy euro. W rezultacie stawki rynku pieniężnego charakteryzowały się większym różnicowaniem, szczególnie

⁴ Szerzej o korzyściach z integracji finansowej: U. Opacka, *Rola zintegrowanych rynków finansowych w unii walutowej*, Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego Uniwersytetu Gdańskiego, nr 24, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2007.

⁵ Przedstawione dane pochodzą z Europejskiego Banku Centralnego i są wyrażone w punktach bazowych. W miarach integracji finansowej wyróżnia się cztery główne grupy: miary cenowe, miary ilościowe (oparte na danych ilościowych tj. wielkość zagranicznych emisji papierów wartościowych przez podmioty krajowe, wolumeny transakcji), miary instytucjonalne (powiązania o charakterze organizacyjnym i prawnym) oraz miary oparte na informacji. Szerzej na temat miar: T. Kowalak, *Integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej*, Twigger, Warszawa 2006; U. Mrzygłód, *Procesy integracyjne na rynkach kapitałowych Unii Europejskiej*, „Materiały i Studia NBP” 2010, nr 257.

⁶ *European Financial Integration Report 2008*, Commission Staff Working Document SEC (2009), no. 19, European Commission, Brussels, 09.01.2009, s. 7–8.

w przypadku transakcji krótkoterminowych⁷. W przypadku zabezpieczonych transakcji rynku pieniężnego dane potwierdzają osłabienie procesu integracji także w roku 2010. Niekorzystnie na ten segment rynku wpływały informacje o sytuacji fiskalnej państw członkowskich strefy euro, wzrost asymetrii informacyjnej oraz oceny ryzyka obligacji rządowych, które stanowią zabezpieczenie w tych transakcjach. Tym niemniej, wzrost wariacji w transakcjach zabezpieczonych był mniejszy niż w przypadku transakcji *overnight*. Zgodnie z raportem EBC z 2011 roku, jednym z możliwych wyjaśnień tego zjawiska jest częściowe ograniczenie działalności banków na krajowych rynkach pieniężnych, spowodowane w większym stopniu wzrostem ryzyka płynności, niż ryzykiem kontrahenta transakcji⁸. W takiej sytuacji instrumenty finansowe o krótkim terminie zapadalności stanowią główne narzędzie zarządzania ryzykiem płynności i mogą notować znaczne odchylenia cen w poszczególnych krajach.



Wykres 1. Wskaźniki cenowe integracji dla rynku pieniężnego strefy euro – odchylenie standardowe stawek dla poszczególnych transakcji (w punktach bazowych)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych o integracji finansowej z Europejskiego Banku Centralnego.

Kryzys spowodował także zwiększenie przywiązania inwestorów do krajowych rynków finansowych, co jest równoznaczne ze wzrostem awersji do ryzyka dla transakcji transgranicznych. W 2010 roku udział kontrahentów ze strefy euro wciąż mała w zakresie transgranicznych transakcji niezabezpieczonych, co wskazuje na utrzymywanie się ryzyka kredytowego w nie-

⁷ *Financial Integration in Europe 2011*, European Central Bank 2011, www.ecb.int, 10.09.2011.

⁸ *Ibidem*, s. 15.

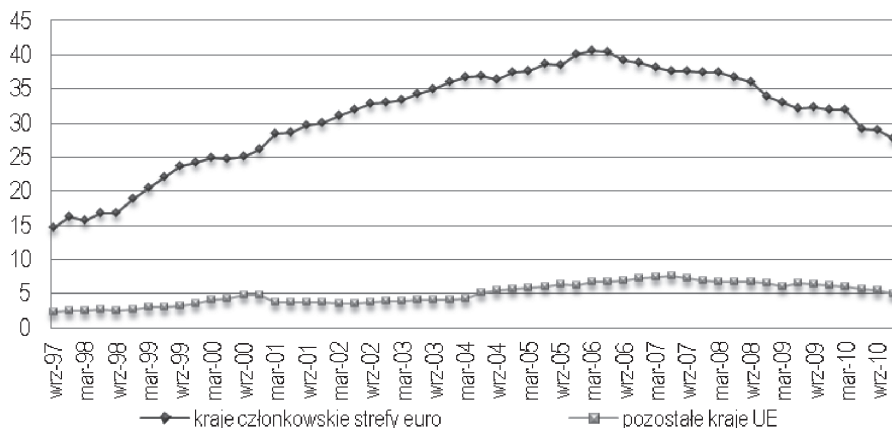
których segmentach rynku. Zgodnie z raportem ECB, instytucje finansowe państw członkowskich strefy euro mogły być mniej zainteresowane poszukiwaniem kontrahentów w pozostałych krajach strefy euro z uwagi na aktywną działalność EBC, który dostarczał płynności na rynku pieniężnym i dla wielu instytucji stał się preferowanym źródłem finansowania. Tym samym działania podjęte przez EBC w celu zapewnienia stabilności na rynku pieniężnym działały niekorzystnie na proces integracji finansowej tego rynku⁹. Rynek pieniężny państw strefy euro okazał się zatem wysoce wrażliwy na zmiany poziomu ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych, a część z zysków integracji tego rynku została w tym okresie stracona.

Na wykresie 2 przedstawiono udział instytucji monetarnych w dłużnych skarbowych i korporacyjnych papierach wartościowych wyemitowanych przez pozostałe kraje strefy euro i Unii Europejskiej. Jest to podejście ilościowe w analizie integracji finansowej. Jeszcze przed wystąpieniem kryzysu na rynku kapitałowym obserwowano pewne zmiany w portfelach inwestycyjnych instytucji finansowych, które nabrały przyspieszenia w późniejszym okresie. Na podstawie przedstawionych danych można powiedzieć, że od roku 2006 udział monetarnych instytucji finansowych w rynku obligacji skarbowych i korporacyjnych wyemitowanych przez pozostałe kraje strefy euro sukcesywnie maleje. W przypadku instrumentów dłużnych wyemitowanych przez kraje Unii Europejskiej, pozostających poza strefą euro, nie nastąpiły tak istotne przesunięcia. Warto podkreślić, że segment obligacji rządowych należał do lepiej zintegrowanych spośród rynków finansowych, gdzie różnice w stopach zwrotu z obligacji nie przekraczały 50 punktów bazowych do połowy roku 2007. Kryzys spowodował zwiększenie zróżnicowania w stopach zwrotu z obligacji rządowych, na którym szczególnie straciły państwa o trudniejszej sytuacji fiskalnej. Papiery dłużne niektórych gospodarek zyskały miano instrumentów bezpiecznych i były wyraźnie preferowane przez inwestorów międzynarodowych, w tym w szczególności doszło do wzrostu *spreadów* w stosunku do *benchmarkowej* krzywej dochodowości obligacji niemieckich¹⁰. Zjawisko to nazywa się poszukiwaniem bezpiecznego schronienia – *flight to safety*¹¹.

⁹ *European Financial Stability and Integration Report 2010*, Commission Staff Working Paper, SEC (2011), no. 489, European Commission, Brussels, 08.04.2011, s. 14.

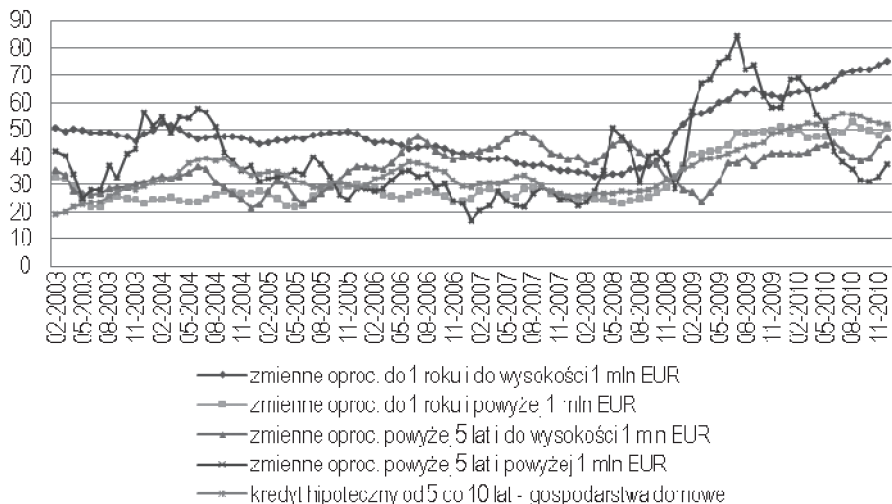
¹⁰ *European Financial Integration Report 2009...*, s. 10.

¹¹ Raport Komisji Europejskiej podkreśla, że pomimo poprawiania się sytuacji na rynku obligacji w 2010 r., do istotnych problemów należą: zwiększenie znaczenia efektu kraju i efektu instytucji w wycenie obligacji, wysokie ryzyko rynkowe w transakcjach rolowania papierów wartościowych oraz problem wypierania obligacji prywatnych – korporacyjnych przez instrumenty rządowe. *European Financial Stability and Integration Report 2010...*, s. 5.



Wykres 2. Wskaźniki ilościowe integracji dla rynku kapitałowego strefy euro i UE – udział instytucji monetarnych w dłużnych skarbowych i korporacyjnych papierach wartościowych wyemitowanych przez pozostałe kraje strefy euro i Unii Europejskiej (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych o integracji finansowej z Europejskiego Banku Centralnego.



Wykres 3. Wskaźniki cenowe integracji dla rynku kredytowego – sektor bankowy strefy euro – odchylenie standardowe stawek dla poszczególnych transakcji (w punktach bazowych)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych o integracji finansowej z Europejskiego Banku Centralnego.

W segmencie udziałowych papierów wartościowych doszło do gwałtownego spadku kapitalizacji oraz pogorszenia wskaźników integracji finan-

sowej, który odzwierciedlała zwiększona wariancja stopy zwrotu¹². Ponadto, nastąpiła częściowa reorientacja geograficzna portfeli inwestycyjnych utrzymywanych przez monetarne instytucje finansowe oraz fundusze inwestycyjne państw strefy euro. Instytucje finansowe strefy euro w większym stopniu uwzględniają w swoich portfelach aktywów instrumenty wyemitowane przez pozostałe kraje świata. Kryzys ujawnił wysoką wrażliwość europejskiego rynku kapitałowego na międzynarodowe szoki oraz spowodował okresowy wzrost przywiązania inwestorów do krajowych rynków finansowych. Tym niemniej, w raporcie EBC z 2011 roku wyrażony został pogląd, że sytuacja w segmencie obligacji rządowych nie do końca odzwierciedla zatrzymanie procesu integracji, ale zmianę oceny ryzyka niewypłacalności Grecji¹³.

Na wykresie 3 przedstawiono odchylenia standardowe stóp procentowych pomiędzy państwami członkowskimi obliczone dla poszczególnych instrumentów finansowych rynku kredytowego państw strefy euro. Będąc rynkiem transakcji detalicznych, rynek ten należał do słabiej zintegrowanych rynków finansowych jeszcze przed wystąpieniem kryzysu lat 2007–2009¹⁴. Różnice w poziomie integracji pomiędzy rynkiem kredytowym a rynkami transakcji hurtowych wynikają m.in. z różnic regulacyjnych, nadzorczych oraz barier informacyjnych¹⁵. Zaprezentowane dane potwierdzają słabszy poziom integracji rynku kredytowego, ponieważ zróżnicowanie stawek liczone w punktach bazowych kształtowało się w latach 2003–2008 w przedziale od 20 do 60 punktów. W porównaniu do rynku pieniężnego poziom odchylenia standardowego jest zatem zdecydowanie większy. W trakcie kryzysu dyspersja stawek uległa zwiększeniu, w tym szczególnie w przypadku kredytów dla podmiotów niefinansowych powyżej 5 lat zapadalności i wolumenie powyżej 1 mln EUR. Zmiany sytuacji na rynku kredytowym wynikały z faktu, że kryzys przede wszystkim dotkliwie odczuły sektory bankowe poszczególnych państw członkowskich, których stabilność została zagrożona i istotnie wpłynęła na warunki udzielania kredytów poszczególnym grupom podmiotów. Zgodnie z raportem Komisji Europejskiej z 2012 roku, skutki kryzysu dla sektora bankowego nastąpiły zarówno po stronie aktywów, co wynikało z pogarszającej

¹² Należy podkreślić, że rynek udziałowych papierów wartościowych należy do słabiej zintegrowanych rynków finansowych Unii Europejskiej.

¹³ *Financial Integration in Europe 2011...*, s. 20, 59–60. Szerzej na temat kształtowania się miar integracji rynku kapitałowego dla poszczególnych państw Unii Europejskiej w latach poprzedzających kryzys finansowy: U. Mrzygłód, op. cit.

¹⁴ Na temat procesu integracji poszczególnych rynków finansowych w latach ubiegłych zobacz: M. Markiewicz, U. Opacka, *Integracja rynków finansowych Unii Europejskiej*, [w:] Z. Brodecki (red.), *Finanse. Acquis communautaire*, Lexis-Nexis, Warszawa 2004.

¹⁵ *Financial Integration in Europe 2011...*, s. 25.

się wiarygodności kredytowej skarbowych papierów dłużnych, jak i pasywów rosnących kosztów pozyskiwania funduszy¹⁶. Ponadto wzmocnienie regulacji nadzorczych, bardziej restrykcyjne podejście do analizy kredytowej klientów oraz zwiększenie wymagań dotyczących zabezpieczeń to część z działań, które doprowadziły do ograniczenia akcji kredytowej banków.

Przystawione dane pokazują, że wskaźniki integracji finansowej są wysoce wrażliwe na koniunkturę na rynkach finansowych. Wydaje się, że właśnie działalność międzynarodowa i transgraniczna bardziej ucierpiała na skutek wystąpienia kryzysu niż działalność na rynkach narodowych. Świadczy to z jednej strony o tym, że zaawansowanie integracji finansowej w strefie euro oraz państwach UE było mniejsze niż sądzono. Z drugiej natomiast, że oczekiwanym pozytywnym efektem integracji towarzyszył wzrost dodatkowych ryzyk, które nie zostały w odpowiednim momencie zidentyfikowane i poddane regulacji i nadzorowi.

REFORMA REGULACYJNA A KRYZYS NA RYNKACH FINANSOWYCH

Do szybkości przejawiania inicjatywy oraz wprowadzania działań stabilizujących sytuację gospodarczą przez państwa członkowskie oraz instytucje Unii Europejskiej w czasie kryzysu można mieć szereg zastrzeżeń. Przykładem jest tutaj chociażby odwlekanie decyzji w sprawie udzielenia pomocy Grecji. Na odpowiedź tych samych instytucji i poszczególnych państw dotyczącą otoczenia regulacyjnego funkcjonowania instytucji i rynków finansowych nie trzeba było długo czekać. W tym obszarze szczególnie szybko osiągnięto konsens, w którym przewidziano konieczność wprowadzenia reformy, zapoczątkowanej pracami grupy Larosiera, obdarzonej szczególnym mandatem stworzenia i przedstawienia propozycji wzmocnienia europejskich rozwiązań nadzorczych dotyczących wszystkich rynków finansowych¹⁷. W rezultacie w lutym 2009

¹⁶ *European Financial Integration and Stability Report 2011*, Commission Staff Working Document, European Commission, Brussels, 13.4.2012 SWD(2012) 103 final. Na sytuację sektora bankowego wpłynęło w znaczącym stopniu kształtowanie się sytuacji na rynku swapów kredytowych, które to instrumenty były także jednym z kanałów transmisji międzynarodowego kryzysu finansowego. Więcej na temat tego segmentu światowego rynku finansowego i jego roli w kryzysie: M. Szmelter, *Transmisja impulsów kryzysu finansowego lat 2007–2009 poprzez rynek derywatów kredytowych*, „Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego”, nr 30, H. Treder (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2011.

¹⁷ Grupa Wysokiego Szczebla ds. Nadzoru Finansowego w UE pod przewodnictwem Jacques de Larosiera rozpoczęła prace w listopadzie 2008 r.

roku opublikowano raport, zawierający 31 szczegółowych zaleceń dotyczących stworzenia spójnego systemu nadzoru nad rynkiem finansowym Unii Europejskiej. Potwierdzono w nim opinię, że regulacja i nadzór w Unii Europejskiej nie odpowiadają wyzwaniom współczesnych zagrożeń na rynkach finansowych i podkreślono przede wszystkim następujące kwestie¹⁸:

- negatywne konsekwencje nadmiernego zaufania do samodzielnego zarządzania ryzykiem przez banki;
- negatywne konsekwencje nadmiernego zaufania do publikowanych przez agencje ratingowe ocen;
- brak dostatecznego uregulowania problemu płynności rynków oraz niedostrzeżenie zagrożeń związanych z dynamicznym rozwojem instrumentów pochodnych oraz operacji pozabilansowych;
- brak należytej współpracy pomiędzy instytucjami nadzorów państw członkowskich, a także pomiędzy instytucjami nadzoru UE i państw trzecich, w tym także brak działań skoordynowanych z MFW;
- niedostrzeżenie skali problemu ryzyka makrosystemowego, które jest związane z rozprzestrzenianiem się zjawisk zarażania „contagion”.

W raporcie wyrażono zdecydowany pogląd o konieczności większej harmonizacji podstawowych przepisów, w tym także ustanowienia i ujednoczenia najważniejszych definicji w celu ograniczenia różnic w implementacji przepisów na rynkach krajowych oraz zmniejszenia możliwości występowania zjawiska arbitrażu regulacyjnego. Potencjalny arbitraż regulacyjny był jednym z problemów wskazywanych jeszcze przed wystąpieniem kryzysu w roku 2007¹⁹, a zachowania poszczególnych państw członkowskich w najgorętszej fazie kryzysu potwierdziły konieczność podjęcia wspólnych działań, w tym ujednoczenia systemów gwarantowania depozytów, tak by zapewniały one wysoki poziom ochrony klientom banków we wszystkich państwach członkowskich UE²⁰.

W dokumencie podano również szczegółowo zakres koniecznych zmian dotyczących przepisów rachunkowości, regulacji Bazylea II, regulacji Solwency II oraz przepisów odnoszących się do bezpieczeństwa klientów funduszy inwestycyjnych, w tym także wyrażono opinię o konieczności wprowadzenia wymogów rejestracyjnych, informacyjnych i kapitałowych w odniesieniu do funduszy hedgingowych. Należy także zauważyć, że w raporcie grupy Larosiera zauważono konieczność ustanowienia spójnych i praktycznych

¹⁸ *The high level group on financial supervision in the EU*, Bruksela 25.02.2009 r. Raport dostępny jest na oficjalnych stronach Komisji Europejskiej (www.ec.europa.eu).

¹⁹ Szerzej: A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2008.

²⁰ Zalecenie nr 14.

ram regulacyjnych koniecznych do zarządzania kryzysem w UE²¹, w tym także poruszono problem podziału kosztów kryzysu pomiędzy państwa członkowskie²². Zatem zauważono, że międzynarodowy kryzys finansowy ujawnił niespójność pomiędzy coraz bardziej zintegrowanymi rynkami finansowymi a „rozcłonkowanym” na poszczególne kraje systemem nadzoru finansowego. Zdanie to zostało potwierdzone przez Komisję Europejską w dokumencie wprowadzającym reformę systemu nadzoru finansowego, w którym podkreślono, że utrzymanie stabilnego jednolitego rynku finansowego jest niezwykle trudne w sytuacji utrzymywania narodowego charakteru nadzoru nad instytucjami finansowymi²³.

Część z problemów jakie wystąpiły w czasie kryzysu na rynkach finansowych UE, które zostały zidentyfikowane w raporcie grupy Larosiera, należą do wskazywanych już wcześniej barier integracji rynków finansowych. Otóż również w raportach Komisji Europejskiej dotyczących integracji rynków finansowych UE podkreślano dwa istotne źródła barier integracji rynków finansowych. Po pierwsze w obszarach, których nie objęto regulacjami wspólnotowymi lub też nie są one wystarczające, istniały możliwości różnicowania pozycji uczestników systemu finansowego. Przede wszystkim chodzi tutaj o brak harmonizacji zasad podatkowych, rachunkowości i prawa spółek, których wprowadzenie budziło wiele kontrowersji. Stąd wniosek, że brak jednolitych rozwiązań w tym zakresie upośledza możliwości pozyskiwania kapitału, swobodę przepływu kapitału i świadczenia usług. Po drugie problemem był sposób uchwalania prawa wspólnotowego. Przykładowo istotne różnice pomiędzy państwami członkowskimi w kwestii zakresu regulacji rynków kapitałowych oraz wysoki protekcyjizm poszczególnych krajów doprowadzały nie tylko do przeciągających się dyskusji nad poszczególnymi rozwiązaniami, ale także do braku ustanowienia niektórych podstawowych definicji rynku kapitałowego.

Zakres reform europejskiego nadzoru finansowego, wynikający z raportu Larosiera, został przedstawiony w maju 2009 roku. Komisja Europejska przyjęła do realizacji postulaty Grupy Wysokiego Szczepła ds. Nadzoru Finansowego w UE i przygotowała niezbędne regulacje wprowadzające Europejski System Nadzoru Finansowego, który rozpoczął swoje funkcjonowanie z dniem 1 stycznia 2011 roku. System ten składa się z następujących instytucji²⁴:

²¹ Zalecenie nr 13.

²² Zalecenie nr 15.

²³ *Europejski nadzór finansowy*, Komunikat Komisji Wspólnot Europejskich, KOM(2009)252, Bruksela, dnia 27.5.2009.

²⁴ Tłumaczenie nazw odpowiednich instytucji jest zgodne i zacierpnięte z komunikatu Komisji Nadzoru Finansowego w Polsce, www.knf.gov.pl.

- Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego, która odpowiada za ryzyko makro-ostrożnościowe²⁵;
- Europejskich Urzędów Nadzoru²⁶, na które składają się trzy nowo powołane instytucje odpowiadające za nadzór mikroostrożnościowy w poszczególnych sektorach finansowych: Europejski Urząd Nadzoru Bankowego, Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych, Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych oraz Wspólny Komitet Europejskich Urzędów Nadzoru²⁷.

W reformie wprowadzono zatem postulowany nadzór makroostrożnościowy, którym to obszarem zajmuje się ESRB. Do przewidzianych zadań tej instytucji należą: monitoring i ocena potencjalnych zagrożeń dla stabilności finansowej, które wynikają z rozwoju sytuacji makroekonomicznej oraz całego systemu finansowego, szeregowanie zagrożeń pod względem ważności oraz wydawanie ostrzeżeń i zaleceń w sprawie środków zapobiegawczych, współpraca z MFW, FSB oraz krajami trzecimi. Z kolei celem wprowadzenia instytucji zajmujących się działaniami mikroostrożnościowymi jest przede wszystkim tworzenie rozwiązań oraz koordynacja działań krajowych organów nadzorów, która pozwoli na podejmowanie najefektywniejszych decyzji dotyczących finansowych instytucji transgranicznych działających w państwach członkowskich UE. Kryzys ujawnił brak współpracy oraz należytej wymiany informacji pomiędzy narodowymi organami nadzoru. Z tego też względu instytucje tworzące ESA mają za zadanie zapewnienie połączenia krajowych organów w efektywną sieć wspólnotową²⁸. Należy podkreślić, że nowo powołane instytucje zostały wyposażone w znacząco większy zakres zadań i kompetencji, niż instytucje dotychczasowe²⁹.

Warto przypomnieć również, że punktem odniesienia dla Unii Europejskiej w tworzeniu chociażby programu FSAP była gospodarka amerykańska. Wydaje się, że również z tego powodu wyniknęły problemy z narastającym ryzykiem systemowym, ponieważ w latach poprzedzających kryzys większe poparcie zyskiwały idee anglosaskiego podejścia do regulacji instytucji finansowych oraz wspierania samoregulacji (*self-regulation*). Wprowadzony z niezwykłą

²⁵ European Systemic Risk Board (ESRB).

²⁶ European Supervisory Authorities (ESA).

²⁷ European Banking Authority (EBA), European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), European Securities and Markets Authority (ESMA), Joint Committee. W skład nowego systemu nadzoru w UE wchodzi również odpowiednie instytucje lub organy nadzoru państw członkowskich określone w odpowiednich regulacjach unijnych.

²⁸ *Europejski nadzór finansowy...*

²⁹ Prezentacja poszczególnych zadań i uprawnień tych instytucji przekracza niestety ramy niniejszego opracowania.

szybkością jak na Unię Europejską program reform systemu finansowego stanowi, jak się wydaje, odwrót od polityki samoregulacji. W przeciwieństwie do wcześniejszych lat, mniejszy udział w procesie legislacyjnym mają podmioty rynkowe i instytucje zewnętrzne, a sam proces stał się bardziej upolityczniony³⁰.

Tabela 1. Reforma rynku usług finansowych Unii Europejskiej – wybrane inicjatywy

CEL	INICJATYWY
Przejrzystość	Inicjatywy podjęte: przepisy wykonawcze do dyrektywy w sprawie przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) Inicjatywy przedłożone: dyrektywa w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (AIFM); rozporządzenie w sprawie jednolitego obszaru płatności w euro (SEPA); wnioski ustawodawcze w sprawie środków dotyczących krótkiej sprzedaży i swapów kredytowych Przyszłe inicjatywy: instrumenty pochodne na rynku pozagiełdowym (OTC) – infrastruktura rynkowa, inicjatywa w sprawie dostępu do minimalnego zakresu podstawowych usług bankowych, zmiana dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID)
Odpowiedzialność	Inicjatywy podjęte: trzecia zmiana dyrektywy w sprawie wymogów kapitałowych wobec banków; Biała księga w sprawie ubezpieczeniowych systemów gwarancyjnych Dyrektywa Solwency II Inicjatywy przedłożone: wnioski dotyczące zmiany dyrektywy w sprawie systemów gwarancji depozytów oraz zmiany dyrektywy w sprawie systemów rekompensat dla inwestorów Przyszłe inicjatywy: zmiana dyrektywy w sprawie nadużyć na rynku, komunikat w sprawie sankcji w sektorze usług finansowych
Nadzór	Inicjatywy podjęte: pakiet dotyczący europejskiego nadzoru finansowego Inicjatywy przedłożone: rozporządzenie w sprawie nadzoru nad agencjami ratingowymi
Zapobieganie sytuacjom kryzysowym i zarządzanie kryzysem	Inicjatywy podjęte: Zielona Księga w sprawie ładu korporacyjnego w instytucjach finansowych, zmiana dyrektywy w sprawie konglomeratów finansowych Przyszłe inicjatywy: komunikat w sprawie ram zarządzania sytuacjami kryzysowymi; regulacje dotyczące reformy ładu korporacyjnego; wniosek w sprawie zarządzania sytuacjami kryzysowymi

Źródło: Plan działań Unii Europejskiej na rzecz reformy sektora finansowego, Ulotka informacyjna Komisji Europejskiej z dnia 07.10.2010; Regulating financial services for sustainable growth – Progress report, z dnia 01.02.2011. Według stanu na 27.10.2011.

Reforma systemu nadzoru Unii Europejskiej jest częścią reform rynku usług finansowych Unii Europejskiej, które zostały zaplanowane w marcu 2009 roku³¹. Do przyjętych celów reform należą:

³⁰ E. Helleiner, S. Pagliari, *The end of self-regulation?, Hedge funds and derivatives in global governance*, [w:] E. Helleiner, S. Pagliari, H. Zimmermann (red.), *Global finance in crisis. The politics of international regulatory change*, Abingdon & Oxon, Routledge 2010.

³¹ *Driving European Recovery*, Communication for the spring European Council, Brussels, 4.3.2009, COM(2009)114.

- zapewnienie ram nadzorczych, niezbędnych w procesie identyfikacji potencjalnych zagrożeń mających źródło w skomplikowanych międzynarodowych rynkach finansowych oraz skuteczna przed nimi obrona;
- poprawienie otoczenia regulacyjnego w obszarach, w których dotychczasowe rozwiązania są niewystarczające bądź niekompletne, zgodnie z zasadą, że bezpieczeństwo jest na pierwszym miejscu;
- zagwarantowanie inwestorom oraz małym i średnim przedsiębiorstwom odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa oszczędności, dostępności kredytów oraz zagwarantowanie ich praw jako inwestorów korzystających z usług finansowych;
- poprawa zarządzania ryzykiem w instytucjach finansowych oraz wprowadzenia bodźców płacowych zgodnych z zasadą zrównoważonej efektywności;
- wzmocnienie sankcji, które będą podejmowane w sytuacji występowania nadużyć na rynku.

W tabeli 1 przedstawiono wybrane działania regulacyjne związane z przyjętymi celami reformy rynku usług finansowych. Ostateczne przyjęcie przedstawionych w reformie rozwiązań regulacyjnych powinno się zakończyć najpóźniej do końca 2012 roku przyjęciem przez Parlament Europejski i Radę.

ZAKOŃCZENIE

Zgodnie z raportami Komisji Europejskiej integracja finansowa i budowa jednolitego rynku finansowego były i nadal pozostają głównym celem polityki w zakresie rynków finansowych. Wynika to ze szczególnej roli rynków finansowych w gospodarce. Innowacyjny, stabilny i efektywny sektor finansowy sprzyja prawidłowemu funkcjonowaniu gospodarki i pozwala na zmniejszenie kosztów finansowania przedsiębiorstw. Wysoka integracja finansowa wpływa na obniżenie kosztów finansowania, ale także przyczynia się do zwiększenia możliwości inwestycyjnych dla uczestników rynków finansowych, poprzez dostęp do rynków zagranicznych.

Moment w jakim znalazły się gospodarki europejskie skłania do ponownej oceny korzyści i kosztów integracji finansowej, w tym także możliwości dywersyfikacji ryzyka przez inwestorów. Zjawiska takie jak kryzys systemowy, efekty zarażania oraz występowanie wspólnych ruchów cen aktywów np. indeksów giełdowych, akcji, obligacji powodują zmniejszenie możliwości dywersyfikacji.

Opracowany przez Grupę Wysokiego Szczebla ds. Nadzoru Finansowego raport należy ocenić pozytywnie, choć zalecenia w nim przyjęte stanowią ambitny plan na przyszłe lata. Przykładowo zapisy o ujednoczeniu podstawowych definicji były i będą niezwykle trudne do zrealizowania z uwagi na różnice

w stanowiskach pomiędzy poszczególnymi krajami. Konsekwencje wprowadzonej reformy systemu finansowego Unii Europejskiej nie są obecnie w pełni przewidywalne. Tym niemniej należy oczekiwać, że podjęte działania wpłyną pozytywnie na poprawienie stabilności szczególnie sektora bankowego. Zwiększenie przejrzystości działania oraz bardziej restrykcyjne wymogi regulacyjne wobec podmiotów, które dotychczas im nie podlegały również będą w konsekwencji pozytywnie wpływać na kształtowanie się wskaźników integracji finansowej.

BIBLIOGRAFIA

- Driving European Recovery*, Communication for the spring European Council, Brussels, 4.3.2009, COM(2009) 114.
- European Financial Integration Report 2008*, Commission Staff Working Document SEC (2009) no. 19.
- European Financial Stability and Integration Report 2010*, Commission Staff Working Paper, SEC (2011) no. 489, European Commission, Brussels, 08.04.2011.
- European Financial Integration and Stability Report 2011*, Commission Staff Working Document, European Commission, Brussels 13.4.2012 SWD(2012) 103 final.
- Europejski nadzór finansowy*, Komunikat Komisji Wspólnot Europejskich, KOM(2009) 252, Bruksela, dnia 27.5.2009.
- Faruqee H., *Key Concepts, Benefits and Risks*, [w:] *Integrating Europe's Financial Markets*, ed. J. Decressin, H. Faruqee, W. Fonteyne, IMF, Washington 2007.
- Financial Integration in Europe 2011*, European Central Bank 2011.
- Helleiner E., Pagliari S., *The end of self-regulation?, Hedge funds and derivatives in global governance*, [w:] *Global finance in crisis. The politics of international regulatory change*, ed. E. Helleiner, S. Pagliari, H. Zimmermann, Abingdon & Oxon, Routledge, 2010.
- Jones E., *Liberalized Capital Markets, State Autonomy, and European Monetary Union*, *European Journal of Political Research*, 2003, no. 42.
- Jurkowska-Zeidler A., *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2008.
- Kowalak T., *Integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej*, Twigger, Warszawa 2006.
- Markiewicz M., Opacka U., *Integracja rynków finansowych Unii Europejskiej*, [w:] *Finanse. Acquis communautaire*, red. Z. Brodecki, Lexis-Nexis, Warszawa 2004.
- Mrzygłód U., *Procesy integracyjne na rynkach kapitałowych Unii Europejskiej*, *Materiały i Studia NBP* 2010, nr 257.
- Opacka U., *Rola zintegrowanych rynków finansowych w unii walutowej*, *Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego Uniwersytetu Gdańskiego*, nr 24, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2007.
- Polska wobec światowego kryzysu finansowego*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2009.
- Polski rynek finansowy w obliczu kryzysu finansowego w latach 2008–2009*, Komisja Nadzoru Finansowego Warszawa 2010.

- Rajan R. G., *Fault lines. How hidden structures still threaten the world economy*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 2010.
- Szmelter M., *Transmisja impulsów kryzysu finansowego lat 2007–2009 poprzez rynek derywatów kredytowych*, Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego nr 30, red. H. Treder, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2011.
- The high level group on financial supervision in the EU*, Bruksela 25.02.2009 r.

**MIĘDZYNARODOWY KRYZYS FINANSOWY
– KONSEKWENCJE DLA OTOCZENIA REGULACYJNEGO
ORAZ PROCESÓW INTEGRACYJNYCH NA RYNKACH FINANSOWYCH
UNII EUROPEJSKIEJ**

STRESZCZENIE

Międzynarodowy kryzys finansowy ostatnich lat odkrył słabości międzynarodowej architektury finansowej, w tym w szczególności niedoskonałości regulacji ostrożnościowych, także w Unii Europejskiej. Załamanie na rynkach finansowych odbiło się negatywnie na wskaźnikach integracji finansowej państw strefy euro i UE, ponieważ, jak się wydaje, to działalność transgraniczna bardziej niż krajowa ucierpiała na skutek kryzysu. Podjęte przez organy Unii Europejskiej działania reformujące system finansowy stanowią ambitny plan na najbliższe lata i ich realizacja powinna przyczynić się do poprawy warunków na rynkach finansowych, a także sprzyjać procesowi integracji finansowej, który jest niezbędny do prawidłowego funkcjonowania gospodarki Wspólnoty.

**INTERNATIONAL FINANCIAL CRISIS
– IMPLICATIONS FOR REGULATORY ENVIRONMENT
AND FINANCIAL MARKETS INTEGRATION IN THE EUROPEAN UNION**

SUMMARY

International financial crisis of the recent years has discovered weaknesses in the international financial architecture, including in particular the inadequacy of prudential regulations, also in the European Union. The collapse of financial markets influenced negatively the indicators of financial integration in the Euro zone countries and other EU member states. This is also due to the fact, that cross-border activity has suffered more during the crisis. The financial system reform measures taken by the authorities of the European Union's are an ambitious plan for the coming years and their implementation should improve the conditions in the financial markets and foster financial integration process, which is necessary for the proper functioning of the European economy.

