

Jacek Pera

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Globalizacja rynków finansowych a problem bezpieczeństwa finansowego w Europie

Celem opracowania jest przedstawienie istoty globalizacji międzynarodowych rynków finansowych, stabilności/braku stabilności światowego systemu finansowego oraz regulacji w tym zakresie, jak również bezpieczeństwa finansowego w Europie. Najważniejszymi konsekwencjami niestabilności rynków finansowych są: eskalacja zjawiska „zarażania” między instytucjami finansowymi oraz rynkami finansowymi w wymiarze lokalnym i międzynarodowym, wzrost krótkoterminowych i portfelowych przepływów kapitałowych, nasilenie się destrukcji i niedoskonałości globalnego rynku finansowego. Poprawę bezpieczeństwa finansowego w Europie określają następujące działania, realizowane w ramach nowej architektury bezpieczeństwa: wprowadzenie nadzoru makroostrożnościowego, obejmującego monitorowanie ogólnego poziomu ryzyka w gospodarce światowej; wzmocnienie Rady Stabilności Finansowej działającej przy Banku Rozrachunków Międzynarodowych, wprowadzenie systemu gwarantowania depozytów, uściślenie współpracy między nadzorcami poszczególnych segmentów rynku finansowego, rozwój nowej międzynarodowej polityki gospodarczej, która będzie się opierać na regulacjach ponadnarodowych oraz rekonstrukcja instytucji powstałych po upadku systemu z Bretton Woods.

Globalization of financial markets and the problem of the European financial security

The purpose of this paper is to present the basics of the globalisation of international financial markets, stability/instability of the world financial system, and the regulation mechanisms behind the system as well as to discuss Europe's financial security. The most important consequences of financial markets being unstable include an escalation of "contagion" amongst the institutions and the markets on a local to international scale, increased short term and portfolio capital flows, and a deepening of destruction and imperfections of the global financial market. An improvement in Europe's financial security can be characterised in terms of the following measures that are the part of a new security architecture: introducing macro-prudential supervision to monitor the overall risk levels in the world economy, strengthening the Financial Stability Board, c/o Bank for International Settlements, introducing a system for deposit guarantees, establishing more specific collaboration between the supervisors of different financial market segments, developing new international economic policy that will be based on supranational regulations and reconstructing the Bretton Woods institutions.

Keywords: globalisation, security, financial system, risk

Wprowadzenie

Współczesną gospodarkę światową cechuje bardzo duża niepewność i ryzyko. Przeobrażenia, jakie dokonują się w jej ramach w istotny sposób wpływają na stabilność rynków finansowych, czyniąc je „bardzo rozchwanianymi” i zdestabilizowanymi.

Rozwojowi współczesnej gospodarki światowej towarzyszy niepewność i ryzyko. Zjawiska te szczególnie nasiliły się od momentu wystąpienia ostatniego światowego kryzysu, tj. 2007 r. i praktycznie trwają do dziś. Przyczynami takiego stanu rzeczy są: globalny kryzys finansowy i gospodarczy wywołany bezpośrednio przez pęknięcie bańki spekulacyjnej na amerykańskim rynku nieruchomości i wynikające z tego załamanie rynku kredytów hipotecznych typu „subprime” (kredyty udzielane klientom o niskiej wiarygodności), polityka fiskalna i w konsekwencji narastający deficyt budżetowy i dług publiczny w krajach strefy euro, kryzys zadłużeniowy w Grecji oraz groźba jego rozszerzenia na takie kraje jak: Włochy, Hiszpania czy Portugalia, dekonstrukcja gospodarcza w całej gospodarce światowej – jako jedna z konsekwencji kryzysu finansowego oraz bardzo duże wahania kursów wszystkich głównych walut. Wyżej wymienione zjawiska dodatkowo są potęgowane efektem globalizacji, który stanowi swoistą platformę przenoszenia tych niekorzystnych tendencji na poszczególne gospodarki narodowe, doprowadzając ostatecznie do „zainfekowania” całej gospodarki światowej. Aby zminimalizować efekt działania tego procesu wprowadza się (ale również pracuje nad nowymi) zasady tworzące nową architekturę systemu finansowego na świecie. Efektem tych prac jest – opisana w dalszej części opracowania – Nowa Struktura Bezpieczeństwa Finansowego w Europie.

Celem opracowania jest przedstawienie istoty globalizacji międzynarodowych rynków finansowych, stabilności/braku stabilności światowego systemu finansowego oraz regulacji w tym zakresie, a także istoty i konstrukcji Nowej Struktury Bezpieczeństwa Finansowego w Europie.

1. Globalizacja rynków finansowych

Globalizacja jako proces ciągle zmienia architekturę współczesnych rynków finansowych w czasie i przestrzeni. Dlatego opis krajowych systemów finansowych wymaga nowego podejścia. Rozwój technik telekomunikacyjnych powoduje, że dotychczasowe przyjęte rozwiązania tracą sens i uzasadnienie ich stosowania. Wprowadzane są natomiast nowe, bardziej liberalne rozwiązania funkcjonalne, które mają zapewnić szeroki dostęp do rynków finansowych. Dlatego też, systemy finansowe poszczególnych gospodarek narodowych są libe-

ralizowane na rzecz zwiększenia swobody alokacji kapitałów. Dla ujednoczenia rozumienia pojęcia rynek finansowy należy przyjąć, że jest to sieć instytucji i instrumentów oraz rynków finansowych i regulatorów służących do budowania zaufania między eksporterami i importerami kapitału oraz do alokacji nadwyżki środków finansowych w sposób pozwalający na zachowanie jego spójności [Solarz, 2001, s. 9].

Globalizacja rynków finansowych odnosi się do wzrostu połączeń globalnych na skutek zintensyfikowania podnadgranicznych strumieni finansowych [Borchuch, 2009, s. 29]. Definiując etymologię pojęcia globalizacji rynków finansowych, należy odnieść się do znawców tematu. I tak według W. Chrabonszczewskiej jest to znoszenie ograniczeń dotyczących krajowych rynków finansowych, w efekcie czego następuje wzrost udziału rynków krajowych w finansowaniu operacji międzynarodowych [Chrabonszczewska, 2004, s. 154]. L. Oręziak wskazuje, iż globalizacja finansowa jest częścią i elementem składowym szerszego zjawiska, jakim jest globalizacja gospodarek narodowych [Oręziak, 2004, s. 154]. Z kolei E. Najlepszy uważa, że globalizacja rynków finansowych wyraża się w rosnących wzajemnych powiązaniach instytucji finansowych i włączeniu coraz większej liczby podmiotów krajowych w obszar działania rynków międzynarodowych [Najlepszy, 2008, s. 804]. J.K. Solarz przez globalizację rynków finansowych rozumie swobodę dokonywania każdej pożądanej transakcji finansowej, niezależnie od tego, jakie waluty w niej występują i jakie jest miejsce zamieszkania i narodowość stron kontraktu [Solarz, 2004, s. 81]. Wreszcie K. Lutkowski uważa, że globalizacja rynków finansowych jest najistotniejszym nowym elementem, który wyjaśnia skalę i długotrwałość międzynarodowych nierównowag [Lutkowski, 2006, s. 448].

Analizując powyższe rozumienie globalizacji rynków finansowych, należy stwierdzić, że wszystkie definicje odnoszą się do jej istoty, czyli swobody przepływu kapitału. Swoim zasięgiem obejmuje ona regionalne i międzynarodowe rynki finansowe, a jej uczestnicy po stronie podaży i popytu mają zasięg narodowy, regionalny i międzynarodowy. Globalizacja rynków międzynarodowych kreuje globalny rynek finansowy, a więc taki rynek, na którym spotyka się podaż i popyt na pieniądź krajowy i międzynarodowy, waluty obce i kapitały w różnych formach, w różnym czasie i w różnych wielkościach wyrażanych w pieniądzu narodowym, międzynarodowym, wspólnym dla określonej grupy państw oraz elektronicznym [Nacewski, Zabielski, 2007, s. 14]. Rynek ten tworzy rozwój handlu międzynarodowego, służy dokonywaniu operacji finansowych, ale jest też miejscem licznych spekulacji finansowych i w konsekwencji – zawirowań w świecie finansów. Niestabilność ta swój początek bierze w globalizacji rynków finansowych. Dlatego, analizując i oceniając współczesną globalizację rynków finansowych, należy przyjrzeć się, jakie niesie ona ze sobą wady i zalety – zwłaszcza, że korzyści i zagrożenia są ze sobą powiązane, przenikają między sobą i należy je

analizować zawsze razem. Pozytywnym jej aspektem w skali całej gospodarki światowej są:

- optymalizacja alokacji zasobów i poprawa warunków gospodarowania,
- poprawa efektywności funkcjonowania rynków poprzez ich umiędzynarodowienie i konkurencyjność,
- wzrost liczby derywatów zabezpieczających przed ryzykiem finansowym,
- dywersyfikacja ryzyka finansowego,
- powstawanie nowych instrumentów i usług finansowych.

Do negatywnych aspektów globalizacji rynków finansowych należy zaliczyć:

- „efekt przenoszenia” – zaburzenia na jednym rynku narodowym bardzo szybko są przenoszone na inne rynki,
- skala międzynarodowych przepływów kapitałów i łatwość odwrócenia tego trendu,
- możliwość narastania – w następstwie łatwości w pozyskiwaniu finansowania nierównowag w gospodarce światowej do rozmiarów, które w przyszłości mogą okazać się groźne dla stabilności gospodarki [Borcuch, 2009, s. 33].

Najgroźniejszym aspektem globalizacji rynków finansowych jest efekt przenoszenia, który niesie za sobą destabilizację oraz w konsekwencji – brak bezpieczeństwa rynków finansowych. Potencjalne czynniki destabilizujące są przenoszone za pośrednictwem: handlu międzynarodowego, stadnego zachowania inwestorów, globalnej dywersyfikacji portfela inwestycyjnego oraz bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Działanie tych czynników idzie dalej, destabilizację bowiem przenoszą na system finansowy, czyniąc go niestabilnym. Przy tej okazji warto zwrócić uwagę na problem zachowań stadnych inwestorów. Otóż, w momencie pojawienia się jakichkolwiek zaburzeń w danej gospodarce narodowej – w zależności od stopnia tych zaburzeń – albo zamrażają inwestycje, albo wycofują kapitał. Na skutek efektu naśladownictwa jako typowe działania stadne, które dzięki rozwojowi globalizacji bardzo szybko przenoszą te zaburzenia na resztę gospodarki światowej.

Jak już wspomniano przełożenie globalizacji rynków finansowych na globalny rynek finansowy jest bezpośrednie. Stabilność tego rynku zależy od stabilności w procesach globalizacji. Najważniejszymi konsekwencjami niestabilności tych procesów w rynkach finansowych są:

- eskalacja zjawiska zarażania między instytucjami finansowymi oraz rynkami finansowymi w wymiarze lokalnym i międzynarodowym,
- wzrost kapitału krótkoterminowego w postaci krótkoterminowych i portfelowych przepływów kapitałowych,
- nasilenie się destrukcji i niedoskonałości globalnego rynku finansowego [Borcuch, 2009, s. 34].

Skala zaistnienia i siła, z jaką wystąpią te czynniki, to de facto skala niestabilności globalnego systemu finansowego i źródło potencjalnego kryzysu finansowego. Warto więc przyrzeć się bliżej stabilności systemu finansowego.

2. Stabilność systemu finansowego

Stabilność finansową można określić, jako sprawne funkcjonowanie podstawowych elementów składowych systemu finansowego. W praktyce oznacza to, że system finansowy właściwie i efektywnie ułatwia alokację zasobów, sprawnie szacuje ryzyko i nim zarządza oraz jest zdolny do absorpcji zasobów.

Mówiąc o stabilności finansowej, walutowej i monetarnej należy pamiętać, że specyficzne powiązanie pomiędzy nimi stanowią banki. Orientacja na banki wynika z poczucia zagrożenia bezpieczeństwa finansowego w gospodarce światowej. System finansowy danej gospodarki zorientowany na banki daje większą szansę na skuteczną politykę bezpieczeństwa narodowego od systemu zorientowanego na globalny rynek kapitałowy [Borcuch, 2009, s. 121].

System finansowy jest stabilny, jeżeli instytucje i organizacje, które go tworzą skutecznie potrafią zapobiegać występowaniu zaburzeń w funkcjonowaniu systemu rozliczeń i pośrednictwa finansowego oraz zapobiega występowaniu negatywnych następstw, jakie niesie za sobą kryzys finansowy. Takimi cechami nie wykazał się globalny współczesny system finansowy, podczas obecnego kryzysu finansowego i gospodarczego. Liczne ułomności i defekty oraz błędy w funkcjonowaniu tego systemu doprowadziły do jego niestabilności – a w konsekwencji zrodziły kryzys finansowy, z którym mamy do czynienia do chwili obecnej. To przede wszystkim ogromny i ciągle narastający niekontrolowany wzrost obrotów finansowych w skali globalnej w warunkach poufności i braku przejrzystości doprowadził do zapaści. Operacje szeregu funduszy inwestycyjnych i hedgingowych o znacznym ryzyku nie zostały poddane dostatecznie precyzyjnej (a de facto żadnej) kontroli i czytelnej społecznie w sensie dokumentacji dostępnej publicznie. Oczywiście nierównowaga światowego systemu finansowego miała głębokie historyczne i strukturalne źródła i dlatego można zaryzykować twierdzenie, że „...u podstaw obecnego kryzysu finansowego leży niedoskonałość całego systemu funkcjonowania liberalnej gospodarki rynkowej i minimalnego nadzoru nad rynkami finansowymi” [Małecki, Stanek, 2009, s. 77]. Brak reakcji władz nadzorczych poszczególnych rynków uświadomił instytucjom finansowym możliwość bezkarnego działania, co w sposób naturalny doprowadziło do przekroczenia granic zdrowego rozsądku w pogoni za zyskami. Gdyby na przykład Rezerwa Federalna i SEC (*Securities and Exchange Commission* – departament egzekwowania prawa amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd) wykorzystały istniejące przepisy ograniczające podejmowanie ryzyka, to negatywne skutki byłyby nieporównywalnie mniejsze. Nie zostały bowiem wyzyskane procedury dążenia do swoistej równowagi między ogólnymi zasadami wolnego rynku i nadzorem bezpieczeństwa obrotów finansowych [Miklaszewski i in., 2011, s. 20]. Główną przyczyną braku przejrzystości działań w czasie dekonstrukcji była nie-

chęć do ujawniania złych wiadomości. Firmy ukrywały straty, banki chroniły niewiarygodnych kredytobiorców, a rząd ochraniał ich wszystkich, starając się nie dopuścić do ujawnienia rzeczywistych negatywnych zjawisk.

O skali zapaści na rynkach finansowych Unii Europejskiej niech świadczą szacunki Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Europejskiego Banku Centralnego. W kwietniu 2008 r. oceniono, że banki amerykańskie muszą spisać na straty aktywa o wartości 945 mld USD, by dodatkowo sumę skorygować we wrześniu tego roku o dodatkowe 868 mld USD. W raporcie z kwietnia 2009 r. MFW (*IMF Global Financial Stability Report*) ocenił długi i spisane na straty aktywa w krajach strefy euro i w Wielkiej Brytanii na 1193 mld USD (896 mld euro) oraz na 2712 mld USD w Stanach Zjednoczonych. Liczby te później skorygowano na 316 mld USD (237,6 mld euro) w przypadku banków brytyjskich i 1109 mld USD (834 mld euro) dla strefy euro. Europejski Bank Centralny oszacował owe straty na 488 mld euro (649 mld USD). Natomiast straty netto w strefie euro MFW oszacował w przedziale (w zależności od przyjętego scenariusza) 219–406 mld euro (291–540 mld USD). W ocenie EBC te wartości są zawyżone i kształtowały się w granicach 120–210 mld euro (160–280 mld USD). W pięciu państwach Unii: w Austrii, na Cyprze, w Grecji, w Niemczech i w Wielkiej Brytanii ponad 5% gospodarstw domowych znajdowało się w krytycznej sytuacji w stosunku do rozporządzalnych dochodów. I tak deficyt na rachunku bankowym powyżej 33% w relacji do dochodów miało 15,6% gospodarstw domowych w Niemczech, 12,4% na Cyprze, 11,8% w Austrii oraz 6,6% w Wielkiej Brytanii przy średniej dla UE-27 – 5,3%. Nie normalnie wysoki debet na karcie kredytowej powyżej 33% dochodów miały gospodarstwa domowe w Wielkiej Brytanii (14%), na Cyprze (6,8%), w Estonii (5,5%) i w Grecji (5,0%), podczas gdy aż w 21 krajach wskaźnik ten kształtował się w granicach od 0% (Polska) do 0,9% (Belgia) [Miklaszewski i in., 2011, s. 22].

Współczesny globalny system finansowy zawiera w swej architekturze kryzysogenne czynniki, takie jak:

- wysokie nierównowagi zewnętrzne, które spowodowały szybki wzrost długu zagranicznego i poważnego uzależnienia się od kapitału zagranicznego,
- odpływ kapitału i deprecjacji walut narodowych,
- zbyt łatwy dostęp podmiotów gospodarczych i gospodarstw domowych do kredytów,
- brak tak dynamicznego wzrostu depozytów krajowych w sytuacji wysokiego tempa akcji kredytowych,
- problemy z płynnością międzynarodowych instytucji finansowych w warunkach narastania awersji do ryzyka,
- ograniczenie wielkości udzielanych kredytów – co wywołało drastyczne osłabienie popytu wewnętrznego.

We współczesnym systemie finansowym można dostrzec pewne mechanizmy, które określają dobitnie jego funkcjonowanie. Jednym z takich mechaniz-

mów jest run na kasy banku. Runy na instytucje finansowe zdarzają się, ponieważ deponenci (bądź nabywcy krótkoterminowych papierów emitowanych przez daną instytucję) dowiedziawszy się o możliwych kłopotach danej instytucji mogą wycofać swe depozyty lub powstrzymać się przed zrolowaniem (wykupieniem kolejnej emisji) posiadanych papierów. Powoduje to nagłe zmniejszenie środków będących w dyspozycji instytucji finansowej i wywołuje bankructwo (o ile bank faktycznie poniósł straty z tytułu innych operacji przekraczające kapitały własne) lub przynajmniej znaczące straty wynikające z konieczności nagłej sprzedaży posiadanych aktywów po cenie niższej od realnej wartości.

Drugim mechanizmem jest mechanizm związany z bilansem instytucji finansowych, który wynika z konieczności utrzymywania kapitałów własnych w określonym stosunku do aktywów (przede wszystkim ze względu na wymogi nadzoru finansowego). Jest to z jednej strony miara adekwatności kapitałowej, a z drugiej – dźwigni finansowej (*leverage*), charakterystycznej dla danej instytucji. Im większa dźwignia, tym większą stopę zwrotu (w stosunku do kapitału własnego) może uzyskać dana instytucja. Z drugiej strony, w sytuacji wystąpienia strat, zbyt małe kapitały własne mogą nie wystarczyć do ich zaabsorbowania. Wówczas instytucja finansowa decyduje się na sprzedaż aktywów (co może doprowadzić do spadku ich ceny i dalszych strat) bądź też na ograniczenie akcji kredytowej (co z kolei jest niekorzystne, ponieważ ogranicza przychody). Tak więc sztywne wymogi dotyczące adekwatności kapitałowej powodują procykliczne zachowania instytucji finansowych – w sytuacji dobrej koniunktury nadmiernie „rozdymają” swoje bilanse (i podejmują nadmierne ryzyko), podczas gdy w sytuacji kryzysowej gwałtownie ograniczają apetyt na ryzyko i finansowanie różnorodnych przedsięwzięć.

Istotnym i zarazem kolejnym mechanizmem jest silne powiązanie współczesnych instytucji finansowych między sobą. Tworzą one skomplikowaną sieć, w której każda z nich jest jednocześnie pożyczkodawcą, jak i pożyczkobiorcą oraz, nieco tylko rzadziej, *market maker'em*. Rynki, w które zaangażowane są największe instytucje finansowe mają charakter niezorganizowany (*over-the-counter*, OTC), co między innymi oznacza małą przejrzystość oraz brak centralnej agencji rozliczającej transakcje (brak możliwości *clearingu*) oraz mniejszy poziom nadzoru i regulacji. Stopień skomplikowania tej sieci powiązań został znacznie zwiększony w wyniku innowacji finansowych ostatnich lat i zastosowania nowych instrumentów finansowych umożliwiających transfer ryzyka.

Na jeszcze inny mechanizm, wynikający z niedoskonałej informacji i efektu przestrzelenia (w dół) wskazuje A. Krishnamurthy [Krishnamurthy, 2009]. W sytuacji nagłego wzrostu niepewności na rynkach finansowych po wybuchu kryzysu ich uczestnicy nie są w stanie precyzyjnie ocenić poziomu ryzyka (a zdają sobie sprawę, że uprzednio zdecydowanie go niedoszacowali). W nowych szacunkach przyjmują raczej najbardziej pesymistyczny scenariusz dalszych wydarzeń (za-

miast scenariusza bazowego – najbardziej prawdopodobnego). To powoduje dalsze spadki cen aktywów w związku ze spadkiem ich bieżącej wartości oczekiwanej, który wynika z kolei już nie tylko ze zmiany szacowanego rozkładu prawdopodobieństwa cen, ale również ze zmiany scenariusza na najbardziej pesymistyczny. Przywoływany model teoretyczny wydaje się stosunkowo dobrze opisywać rzeczywistość rynków finansowych w przededniu kryzysu, kiedy to stopień skomplikowania instrumentów finansowych (np. CDO wyższych rzędów czy syntetycznych) praktycznie uniemożliwiał wiarygodną ocenę ryzyka [Stanek, 2011, s.41].

Wszystkie te mechanizmy funkcjonują w skali pojedynczego kraju (systemu finansowego), jak i w skali międzynarodowej – tak ze względu na silne powiązania kapitałowe między grupami finansowymi oraz ze względu na ich ponadgraniczną działalność i przepływy kapitału (w szczególności w formie inwestycji portfelowych, w tym w instrumenty pochodne). Przedstawione mechanizmy ujawniają dodatkowo jeszcze jeden aspekt określający poziom stabilności systemu finansowego. Są nim instrumenty finansowe. Przykładami instrumentów, które w sposób szczególny przyczyniły się do zwiększenia ryzyka systemowego w okresie poprzedzającym wybuch kryzysu są przede wszystkim CDO (*collateralized debt obligations* – papiery wartościowe oparte na długu) oraz CDS (*credit default swaps* – swapy ryzyka kredytowego).

W przypadku Unii Europejskiej (UE) – niestabilność systemu finansowego w mechanizmie i w funkcjonowaniu regionalnej integracji ekonomicznej oznacza, że nie występują dostatecznie skuteczne instrumenty ochrony przed negatywnymi powiązaniem i impulsami w momencie wystąpienia kryzysu. Jest sprawą jasną, że owe słabości stanowią część problemów związanych z nikłą skutecznością mechanizmów obronnych właściwych dla fazy unii walutowej i gospodarczej. Dlatego poczyniono już pewne działania w tym zakresie i skonstruowano pierwsze zręby nowego systemu bezpieczeństwa finansowego w Europie. Poniżej zaprezentowano najważniejsze jego założenia.

3. Współczesna architektura bezpieczeństwa finansowego w Europie

Wzmoczona niestabilność rynków finansowych, jaką można zaobserwować od początku ostatniego globalnego kryzysu, wymaga od decydentów i rządów państw skoordynowanej i ścisłej dyscypliny rynkowej. Jest tak dlatego, że dyscyplina ta jest częścią bezpieczeństwa systemu finansowego. A ponieważ, w chwili obecnej, jednym z priorytetów w gospodarce światowej jest właśnie zagadnienie bezpieczeństwa systemu finansowego, dlatego dyscyplina rynkowa ma znaczenie szczególne.

Dyscyplina rynkowa zawiera w sobie między innymi dyscyplinę regulacyjną, która jest ważna z punktu omawianego zagadnienia. Dyscypliną regulacyjną najczęściej zajmują się specjalne organy nadzoru finansowego, ale także banki centralne i instytucje gwarantujące depozyty lub wypłacające inwestorom rekompensaty. Sposób i zakres ich działania nie wyznaczają umowy, ale akty prawne: przepisy prawa finansowego, normy ostrożnościowe, zasady licencjonowania, restrukturyzacji i likwidacji pośredników finansowych oraz, w mniejszym stopniu, reguły prowadzenia polityki konkurencji i kształtowania struktury własnościowej sektora finansowego. Monitorowanie w ramach dyscypliny regulacyjnej, w odróżnieniu od dyscypliny rynkowej, odbywa się zarówno na podstawie informacji publicznie dostępnej, jak też poufnej, zdobywanej np. podczas inspekcji na miejscu lub w wyniku zobowiązania pośredników finansowych do składania niejawnych raportów instytucjom nadzorującym. Narzędzia oddziaływania dyscypliny regulacyjnej mają charakter administracyjny i obejmują sankcje o różnej dolegliwości dla pośredników finansowych, z reguły łącznie z możliwością cofnięcia pozwolenia na prowadzenie określonego rodzaju działalności [Jackowicz, 2007, s. 6].

Współczesną architekturę systemu bezpieczeństwa finansowego w Europie tworzą dwie grupy: pierwsza grupa to instrumenty – regulacje stworzone przed kryzysem 2007, a druga to te, które zostały utworzone jako jego konsekwencja. Dla zrozumienia instytucjonalnych i regulacyjnych rozwiązań przyjętych (oraz wciąż przyjmowanych i przygotowywanych) w Unii Europejskiej konieczne jest uświadomienie sobie kilku kluczowych uwarunkowań. Po pierwsze, rynek finansowy UE (wraz ze swobodą przepływu kapitału oraz usług) jest jednym z kluczowych elementów jednolitego rynku europejskiego. Wymaga to z jednej strony rozwiązań sprzyjających nieskrępowanej konkurencji, a z drugiej konieczność pogłębionej współpracy w celu uniknięcia nadmiernej koncentracji ryzyka. Po drugie, obecny sektor finansowy jest tak skomplikowany, że Komisja Europejska zdaje sobie sprawę, iż własnymi zasobami kadrowymi nie jest w stanie przygotowywać wszystkich niezbędnych projektów regulacyjnych. Po trzecie, sprawny system wdrażania prawa finansowego jest niezbędny, ponieważ zmiany na rynku finansowym następują tak szybko, że w sytuacji zbyt dużych opóźnień legislacyjnych mogą powstać tak duże napięcia czy koncentracja ryzyka, że ich neutralizacja będzie bardzo kosztowna. Z tych też względów w 2001 r. Komisja powołała „Komitet Mędrców” (*Committee of Wise Men*), który miał przedstawić propozycje mające stawić czoła tym wyzwaniom [Stanek, 2011, s.45].

Zgodnie z zaleceniami Komitetu Lamfalussy’ego legislacja Unii Europejskiej w zakresie regulacji rynków finansowych powinna odnosić się do dwóch poziomów zagadnień. Po pierwsze, konieczne jest ustalenie podstawowych zasad funkcjonowania rynków finansowych, które (w założeniu) nie będą musiały być zbyt często modyfikowane. W grupie tej znajdują się również zagadnienia, których

uregulowanie wymaga uczestnictwa Parlamentu Europejskiego i Rady Ministrów UE. Na drugim, niższym poziomie sytuuje się problematyka techniczna i szczegółowa, która może wymagać stosunkowo częstszych modyfikacji. Uzgodniono również, że konieczne jest uściślenie współpracy między nadzorcami poszczególnych segmentów rynku finansowego. Współpraca ta, w ramach tzw. komitetów trzeciego poziomu procedury Lamfalussy'ego, miałyby obejmować zarówno kwestie doradcze w procesie stanowienia prawa finansowego, jak i bieżącą współpracę zmierzającą do harmonizacji praktyk nadzorczych. Ocenia się, że proces Lamfalussy'ego przyczynił się do skrócenia czasu trwania przygotowania aktów prawnych na poziomie Unii Europejskiej. Jednak pewne słabości dają się zauważyć, w szczególności w zakresie transpozycji prawa wspólnotowego przez parlamenty narodowe. Na czwartym poziomie, który w istocie dotyczy implementacji i transpozycji aktów prawnych prawa unijnego do porządku prawnego poszczególnych krajów na poziomie pierwszym i drugim znów znajduje się Komisja. Odzwierciedla to podstawowe jej zadanie w porządku wspólnotowym – tj. rolę strażniczki traktatów (i implementacji prawa). Oczywiście samo zadanie wdrożenia unijnych aktów prawnych do porządku krajowego należy do parlamentów narodowych (a przygotowanie odpowiednich ustaw do rządów). Istota i szczegółowe zasady funkcjonowania poszczególnych elementów procesu Lamfalussy'ego – ze względu na ograniczoną objętość, jaką może mieć niniejsze opracowanie – wydają się leżeć poza obszarem niniejszego artykułu [Stanek, 2011, s. 47]. Tabelaryczne podsumowanie podmiotów zaangażowanych w stanowienie prawa finansowego w Unii Europejskiej zostało przedstawione w tabeli 1.

W budowie współczesnego bezpieczeństwa systemu finansowego istotną rolę odgrywa również Komitet Bazylejski. W ramach opracowanych norm i procedur znalazł się istotny mechanizm związany z bilansem instytucji finansowych i związany z nim procykliczny charakter wymogów adekwatności kapitałowej. Na jego bazie zostały opracowane tzw. „polityki makroostrożnościowe”, a więc w praktyce – uzależnienia wymogów kapitałowych na poziomie mikro od oceny ryzyka całego systemu finansowego. Propozycje te znalazły się w projekcie trzeciego Układu Bazylejskiego (*Basel III*). W celu rozwiązania problemu procykliczności w założeniach Bazylei III znajduje się propozycja „bufora antycyklicznego”. Oznacza on możliwość podniesienia podstawowego wymogu współczynnika adekwatności kapitałowej (kapitały własne w stosunku do aktywów ważonych ryzykiem) równego 4,5% do maksymalnie 7% (bufor kapitałowy może mieścić się w granicach 0-2,5%). Decyzje dotyczące podnoszenia wymogów będą ogłaszane z wyprzedzeniem (aż do 12 miesięcy), by dać bankom czas na dostosowanie się do bardziej restrykcyjnego nastawienia polityki makroostrożnościowej, natomiast „luzowanie” polityki będzie następowało ze skutkiem natychmiastowym, by móc uniknąć załamania akcji kredytowej i innych niekorzystnych zjawisk związanych z bilansem instytucji finansowej [Basel Committee on Banking Supervision, 2010].

Tabela 1. Instytucje zaangażowane w proces tworzenia prawa finansowego UE według stanu na 31.12.2010 r.

Proces Lamfalussy'ego	Instytucje zaangażowane w proces tworzenia prawa
Poziom I	Rada Ministrów (ECOFIN) Parlament Europejski, Komitet ds. Ekonomicznych i Finansowych Komisja Europejska, DG ds. Rynku Wewnętrznego
Poziom II	Europejski Komitet ds. Bankowości (<i>European Banking Committee – EBC</i>) Europejski Komitet Papierów Wartościowych (<i>European Securities Committee, ESC</i>) Europejski Komitet ds. Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych (<i>European Insurance and Pensions Committee – EIOPC</i>) Funkcje doradcze spełniają również komitety trzeciego poziomu Komisja Europejska – przyjmuje przepisy
Poziom III	Komitet Europejskich Nadzorców Bankowych (<i>Committee of European Banking Supervisors – CEBS</i>) Komitet Europejskich Regulatorów Rynków Papierów Wartościowych (<i>Committee of European Securities Regulators – CESR</i>) Europejski Komitet Nadzorców nad Ubezpieczeniami i Funduszami Emerytalnymi (<i>Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors CEIOPS</i>)
Poziom IV	Komisja Europejska

Źródło: Opracowanie na podstawie: P. Stanek [2011].

Jeszcze jednym sposobem na ograniczenie występowania negatywnego sprzężenia zwrotnego następującego po znaczących stratach w systemie finansowym jest wprowadzenie obowiązkowej emisji „uwarunkowanych obligacji zamiennych” (*contingent convertible bonds – cocos*). Istota tego instrumentu finansowego polega na tym, że emitowany jest jako obligacja, jednak w sytuacji np. spadku współczynnika wypłacalności poniżej pewnego poziomu byłaby ona zamieniana na akcje danej firmy. Ze względu na to ryzyko zapewne byłyby one oprocentowane nieco wyżej niż zwykłe obligacje danej firmy, jednak koszt pozyskania takiego „warunkowego” kapitału byłby dla firmy znajdującej się w trudnej sytuacji niewątpliwie niższy niż koszt pozyskania go z rynku (kiedy wiadomo już o kłopotach firmy) [Basel Committee on Banking Supervision, 2010].

Jak już wspomniano, konsekwencją kryzysu finansowego z 2007 r. były konkretne działania, obok już istniejących. W rezultacie powstały dodatkowe normy i instytucje, mające na celu zapobiegać skutkom kryzysu, a gdy już wystąpią – mitygować jego skutki.

Warto w tym miejscu wskazać główne kierunki, w których zmierzają propozycje zmian w regulacjach i nadzorze finansowym w skali globalnej. Jak wspomniano wcześniej, kierunki reform będą dyskutowane w odniesieniu do przyczyn i mechanizmów rozprzestrzeniania się kryzysu.

Jeżeli za przyczynę kryzysu uznać globalne nierównowagi, to nadzór finansowy nie jest w stanie wpłynąć na ich zanikanie – jest to zadanie dla polityki makroekonomicznej. Jednak już nadmierny apetyt na ryzyko, czy powstawanie nowych instrumentów finansowych, których pośrednim skutkiem jest zwiększenie ryzyka systemu finansowego, należy jak najbardziej do kompetencji nadzoru. Dla skutecznego działania w tym zakresie konieczne są nowe (być może bardziej elastyczne) regulacje. Oczywiście należy przy tym brać pod uwagę, że jakiegokolwiek uregulowania prawne zapewne zawsze będą mogły być omijane przez skierowanie działalności instytucji finansowych na takie obszary, które pozostają nadal poza regulacją. Wydaje się jednak, że pełne zaufanie do samoregulacji rynków finansowych było obciążone nadmiernym optymizmem co do ich efektywności i rozwiązanie polegające na (nawet opóźnionej) regulacji uniemożliwi (lub przynajmniej utrudni) długotrwałą i nadmierną akumulację ryzyka w systemie finansowym. Bardzo ważnym elementem reform pokryzysowych staje się również nacisk na nadzór makroostrożnościowy, obejmujący monitorowanie ogólnego poziomu ryzyka w gospodarce (a nie tylko mikroostrożnościowy, a więc oparty na kontroli pojedynczych instytucji czy grup kapitałowych).

Działania zmierzające do ograniczenia efektów sieci poprzez nowe regulacje i zmiany struktury nadzoru są wielowątkowe. Od strony instytucjonalnej wzmocniono Radę Stabilności Finansowej (wcześniej Forum Stabilności Finansowej) działającą przy Banku Rozrachunków Międzynarodowych. Silniejsza współpraca międzynarodowa w zakresie nadzoru i regulacji finansowych, w tym w szczególności problemy regulacji instytucji „zbyt dużych, żeby upaść” (*too big to fail*) również są przedmiotem dyskusji. Pewne rozwiązania w tym zakresie zawierają również propozycje Bazylei III, niemniej one właśnie wzbudzały największe kontrowersje podczas szczytu G-20 w listopadzie 2010 r. i nie zostały ostatecznie zaakceptowane. Jednym z ciekawych pomysłów rozwiązania zbyt silnego powiązania systemowego jest wymuszenie na dużych instytucjach sporządzenia „testamentów” (*living wills*), czyli szczegółowych procedur postępowania na wypadek upadłości. Jasna procedura zaspokojenia roszczeń posiadaczy poszczególnych typów zobowiązań danej instytucji stanowiłaby istotną informację dotyczącą ryzyka z nimi związanego i wpływałaby więc na precyzyjniejszą wycenę. Wreszcie, ponieważ jednym z najsłabszych elementów sieci powiązań finansowych okazały się niezorganizowane rynki (OTC) instrumentów pochodnych, wskazuje się na konieczność uregulowania ich, w tym ustanowienia „partnerów centralnych” (*central counterparties*). Jest to podmiot, który działa w systemie płatności i rozliczeń jako wyłączny kontrahent dla instytucji w odniesieniu do ich zleceń rozrachunku (sprzedawca dla wszystkich kupujących i kupujący dla wszystkich sprzedających).

Ponieważ jedną z istotnych przyczyn, które wywołały panikę na rynkach pochodnych instrumentów kredytowych (np. CDO) były gwałtowne obniżki

początkowo wysokich ich ratingów, to istotnym elementem ograniczania działania tego kanału jest regulacja agencji ratingowych. Potencjalnymi kierunkami tego typu działań są: (bardziej restrykcyjne) licencjonowanie działalności agencji ratingowych, „centralizacja” procesu udzielania ratingu (powierzenie zlecenia podmiotowi centralnemu, który na zasadzie losowania zlecałby udzielenie ratingu jednej z licencjonowanych agencji) czy też konieczność akceptacji przez agencję ratingową części wynagrodzenia w papierze wartościowym, którego rating jest wyznaczany (przy jednoczesnym wymogu utrzymania go aż do terminu zapadalności).

Ryzyko wystąpienia runu na bank można ograniczać na dwa sposoby: zwiększając zaufanie deponentów do systemu finansowego lub wpływając na zwiększenie płynności instytucji finansowych (tym samym redukując prawdopodobieństwo, że którejkolwiek z nich zabraknie płynnych aktywów do spłaty krótkoterminowych zobowiązań). Pierwszy sposób znajduje odzwierciedlenie w podwyższeniu gwarantowanej sumy depozytów (co miało miejsce bezpośrednio po upadku Lehman Brothers w większości rozwiniętych krajów świata). Drugi zaś – w nowych propozycjach Komitetu Bazylejskiego dotyczących włączenia problematyki płynności do systemu nadzoru finansowego.

Wśród ekonomistów nie ma w zasadzie kontrowersji co do faktu, iż jedną z przyczyn narastania napięć w systemie finansowym w okresie poprzedzającym pojawienie się zjawisk kryzysowych była niedostateczna regulacja rynków finansowych i niedostateczna efektywność nadzoru nad systemem finansowym. Dlatego też zarówno na poziomie poszczególnych krajów, jak i organizacji międzynarodowych, takich jak Rada Stabilności Finansowej (*Financial Stability Board*), trwają badania i konsultacje na temat nowych form współpracy i wymiany informacji dotyczących stabilności finansowej oraz reformy ram nadzoru finansowego. Działania te miałyby się przyczynić do znaczącego wzrostu bezpieczeństwa globalnego systemu finansowego w przyszłości.

Ze względu na asymetrię informacji, która jest immanentną cechą systemu finansowego, zakłócając w ten sposób doskonale jego funkcjonowanie w warunkach wolnego rynku, rola regulacji rynków finansowych i nadzoru finansowego jest trudna do przecenienia. Dodatkowo, ponieważ współczesny system finansowy opiera się na zaufaniu, rolą szeroko rozumianych regulacji finansowych jest zapewnienie wysokiej wiarygodności zarówno systemu jako całości, jak i pojedynczych instytucji.

Zaufanie społeczne do systemu finansowego jako całości oraz do niektórych pojedynczych jego uczestników (np. Bear Sterns, Northern Rock, AIG, Fortis czy wreszcie Lehman Brothers, a przykłady niewątpliwie można mnożyć) zostało wyraźnie nadwątlone w trakcie kryzysu finansowego 2007–2010. Dlatego też reformy regulacji i nadzoru systemu finansowego można traktować jako formę odzyskiwania pełnego zaufania z jednej strony, a z drugiej jako po prostu zestaw

usprawnień i korekt, których konieczność dobitnie ukazał ostatni kryzys. Próba wykazania, że reformy te w znacznej mierze odpowiadają działaniom zmierzającym do unikania powtarzania napięć, które legły u podstaw obecnego kryzysu oraz do ograniczenia przedstawionych powyżej mechanizmów.

Gwałtowność, z jaką globalny kryzys dotknął instytucji finansowych w krajach Unii Europejskiej dobitnie wskazała, że dotychczasowe rozwiązania w tym zakresie są niewystarczające. Dlatego też we wrześniu 2009 r. Komisja zaproponowała utworzenie dwóch nowych instytucji mających sprawować nadzór mikro- i makroostrożnościowy nad sektorem finansowym UE. Są nimi Europejski System Nadzorców Finansowych (*European System of Financial Supervisors – ESFS*) oraz Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego (*European Systemic Risk Board – ESRB*). W wyniku procedury współdecydowania Rada UE wraz z Parlamentem Europejskim przyjęły rozporządzenia ustanawiające te instytucje w październiku i listopadzie 2010 r., a rozpoczęły one funkcjonowanie 1 stycznia 2011 r.

Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego (ESRB) ma za zadanie czuwać nad stabilnością systemu finansowego UE w kontekście rozwoju sytuacji makroekonomicznej oraz ogólnych tendencji na rynkach finansowych. Ze względu na fakt, że kompetencje te tradycyjnie należą do domeny bankowości centralnej, filarem funkcjonowania tej rady będzie Rada Ogólna (*General Board*), w skład której wejdą prezesi wszystkich narodowych banków centralnych UE oraz prezes i wiceprezes Europejskiego Banku Centralnego. Dodatkowo, członkami ESRB dysponującymi prawem głosu będą: przedstawiciel Komisji Europejskiej, przewodniczący trzech nowych europejskich organów nadzoru (EBA, EIOPA, ESMA, zob. poniżej), przewodniczący i dwaj wiceprzewodniczący Doradczego Komitetu Naukowego (*Advisory Scientific Committee*) oraz przewodniczący Doradczego Komitetu Technicznego (*Advisory Technical Committee*). Oprócz tego, w obradach uczestniczyć będą (bez prawa głosu) przewodniczący (odpowiednich) krajowych organów nadzoru oraz przewodniczący Komitetu Ekonomicznego i Finansowego (*Economic and Financial Committee*) [Stanek, 2011, s. 49].

Oprócz Rady Ogólnej organami ESRB będą: Komitet Sterujący, Sekretariat oraz Doradczy Komitet Naukowy i Doradczy Komitet Techniczny. ESRB nie ma prerogatyw do wydawania jakichkolwiek wiążących aktów prawnych – jej analizy będą miały przede wszystkim charakter doradczy i (ewentualnie) perswazji moralnej (*moral suasion*). Będzie ona współpracowała z takimi instytucjami międzynarodowymi jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy czy Rada Stabilności Finansowej i innymi instytucjami prowadzącymi politykę makroostrożnościową w krajach trzecich.

Drugą instytucją (a właściwie systemem instytucji) powołaną przez Radę i Parlament Europejski jednocześnie z ESRB jest Europejski System Organów Nadzoru Finansowego (ESFS). W odróżnieniu od ESRB, ESFS ma charakter nadzoru mikroostrożnościowego. Widać przy tym z jednej strony utrzymanie podejścia

sektorowego, a z drugiej chęć (i konieczność) zapewnienia większej spójności między nadzorem nad poszczególnymi segmentami rynku finansowego. Warto przy tym zauważyć, że utworzenie ESFS przekształciło dotychczasowe komitety poziomu III procedury Lamfalussy'ego w urzędy z osobowością prawną i jednocześnie zwiększyło uprawnienia, nadając im możliwości wydawania wiążących decyzji. Głównym organem decyzyjnym każdego z europejskich organów nadzoru będzie Rada Organów Nadzoru składająca się z przewodniczącego danego Urzędu Nadzoru (który będzie prowadził obrady, jednak nie będzie miał prawa głosu), przedstawiciela (przewodniczącego) odpowiedniego organu nadzoru z każdego państwa członkowskiego UE oraz (znów bez prawa głosu) przedstawiciela Komisji, przedstawiciela ESRB, po jednym przedstawicielu pozostałych Urzędów Nadzoru, jak również ewentualnych obserwatorów. Struktura ESFS, łącząc współpracę ponadgraniczną z międzysektorową i uprawnieniami do wydawania wiążących aktów prawnych ma szansę przyczynić się do zwiększenia bezpieczeństwa systemu finansowego UE, pod warunkiem jednak skutecznej współpracy z wdrażającymi zalecenia nadzorami krajowymi [Stanek, 2011, s. 50].

Poza zmianami instytucjonalnymi, które weszły już w życie, w odpowiedzi na wstrząsy wynikające z kryzysu UE wprowadziła (i planuje wprowadzać) znaczące zmiany w zakresie regulacji sektora finansowego. Pierwszą reakcją na upadek Lehman Brothers (i podobne działania Stanów Zjednoczonych) była dyrektywa zwiększająca minimalną sumę depozytów objętą gwarancjami do równowartości 50 000 euro (decyzję podjęto 8.10.2008 r., a państwa członkowskie miały czas do końca listopada 2008 r. na dostosowanie), a następnie – w marcu 2009 r. zdecydowano o kolejnym podniesieniu tej kwoty do 100 000 euro, dając państwom członkowskim czas na wdrożenie do końca 2010 r.

Zgodne z zaleceniami formułowanymi przez ekonomistów jest też wysunięcie przez UE propozycji rozporządzenia w sprawie wprowadzenia partnera centralnego oraz repozytoriów transakcji na niezorganizowanych rynkach instrumentów pochodnych. Celem tej regulacji jest ograniczenie ryzyka kredytowego (kontrahenta – *counterparty risk*), które na rynkach niezorganizowanych jest szczególnie duże, zwłaszcza w odniesieniu do instrumentów pochodnych. Dodatkowo, rynki te staną się dzięki temu bardziej przejrzyste, co ograniczy negatywne efekty związane z asymetrią informacji [Stanek, 2011, s. 51].

Najdalej idące propozycje zmian dotyczą jednak zapewne wymogów kapitałowych. Obecnie diskutowana czwarta wersja dyrektywy dotyczącej wymogów kapitałowych (*Capital Requirements Directive*, CRD IV) obejmuje zmiany zaproponowane przez Komitet Bazylejski w ramach Bazylei III. Obejmują one wprowadzenie standardów w zakresie płynności, bardziej restrykcyjne definicje kapitałów do współczynnika wypłacalności, ograniczenia co do wielkości dźwigni finansowej (*leverage*), ryzyka kredytowego. Znajdują się tu również zapisy dotyczące (najszerzej diskutowanych) środków zmierzających do osiągnięcia

bardziej antycyklicznego charakteru nadzoru bankowego oraz instytucji istotnych z systemowego punktu widzenia. Co ciekawe, w propozycji tej znajdują się również zapisy umożliwiające bankom (bądź wymagające od nich) emisję warunkowych obligacji zamiennych, jednak z opublikowanych informacji wynika, że Komisja wciąż „będzie rozważać” (*will reflect further*) celowość wprowadzenia tych zapisów [Stanek, 2011, s. 51].

Wcześniejsza, trzecia wersja (CRD III) wprowadziła dodatkowe wymogi dotyczące kapitału na pokrycie ryzyka księgi handlowej banku (ryzyka rynkowego) oraz związane z ponowną sekurytyzacją (a więc instrumentami typu CDO wyższych rzędów). Oprócz tego zostały zaostrzone wymogi stawiane wypłacalności firm ubezpieczeniowych za pomocą dyrektywy Solvency II, czy też wobec zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (w tym funduszami *hedgingowymi*) [Stanek, 2011, s. 51].

W poniższym zestawieniu przedstawiono inicjatywy podjęte i przedłożone, a także inicjatywy, które dopiero zostaną przedstawione w zakresie stabilizacji systemu finansowego w Europie. Ostateczne ich przyjęcie przez Parlament Europejski planowane jest najpóźniej do końca 2012 r.

PRZEJRZYŚĆ

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)

Przyszłe inicjatywy:

- Wnioski ustawodawcze w sprawie środków dotyczących krótkiej sprzedaży i swapów ryzyka kredytowego, w tym krótkiej sprzedaży bez pokrycia
- Instrumenty pochodne – przepisy w sprawie infrastruktury rynkowej
- Depozytariusze UCITS
- Zmiana dyrektywy w sprawie pośrednictwa ubezpieczeniowego
- Rozporządzenie w sprawie jednolitego obszaru płatności w euro (SEPA)
- Inicjatywa w sprawie dostępu do minimalnego zakresu podstawowych usług bankowych
- Wnioski w sprawie ulepszeń dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID)
- Zmiana dyrektywy w sprawie zamknięcia rozliczeń oraz dyrektywy w sprawie zabezpieczeń finansowych (papiery wartościowe)

ODPOWIEDZIALNOŚĆ

Inicjatywy podjęte:

- Trzecia zmiana dyrektywy w sprawie wymogów kapitałowych wobec banków
 - w tym dokonane w latach 2009 i 2010 zmiany dotyczące zasad sekurytyzacji,

limitów znacznych zaangażowań, kolegów organów nadzoru, zarządzania ryzykiem płynności i jakości kapitału własnego

- Biała księga w sprawie ubezpieczeniowych systemów gwarancyjnych
- Dyrektywa Wyplacalność II (wymogi kapitałowe dotyczące zakładów ubezpieczeń)

Inicjatywy przedłożone:

- Wnioski dotyczące zmiany dyrektywy w sprawie systemów gwarancji depozytów oraz zmiany dyrektywy w sprawie systemów rekompensat dla inwestorów celem przywrócenia zaufania inwestorów i konsumentów

Przyszłe inicjatywy:

- Czwarta zmiana dyrektywy w sprawie wymogów kapitałowych wobec banków
- Zmiana dyrektywy w sprawie nadużyć na rynku
- Dyrektywa w sprawie pewności prawa w związku z posiadaniem papierów wartościowych i transakcjami na tych papierach – zmiana dyrektywy w sprawie prospektu emisyjnego
- Komunikat w sprawie sankcji w sektorze usług finansowych

NADZÓR

Inicjatywy przedłożone:

- Pakiet dotyczący europejskiego nadzoru finansowego
- Rozporządzenie w sprawie nadzoru nad agencjami ratingowymi
- Wniosek ustawodawczy w sprawie detalicznych produktów inwestycyjnych w pakietach

Przyszłe inicjatywy:

- Dyrektywa określająca uprawnienia europejskich organów nadzoru (druga dyrektywa zbiorcza)

ZAPOBIEGANIE SYTUACJOM KRYZYSOWYM I ZARZĄDZANIE NIMI

Inicjatywy podjęte:

- Zielona księga w sprawie ładu korporacyjnego w instytucjach finansowych
- Komunikat w sprawie możliwych rozwiązań dotyczących bankowych funduszy naprawczych

Przyszłe inicjatywy:

- Komunikat w sprawie ram zarządzania sytuacjami kryzysowymi
- Ustawodawstwo w sprawie reformy ładu korporacyjnego
- Wniosek ustawodawczy w sprawie zarządzania sytuacjami kryzysowymi
- Zmiana dyrektywy w sprawie konglomeratów finansowych

Podsumowując powyższe rozważania z zakresu bezpieczeństwa systemu finansowego, należy podkreślić, że globalny kryzys finansowy ujawnił niedostatki w systemie regulacyjno-nadzorczym w obszarze integrujących się rynków finan-

sowych UE. Trudno dzisiaj określić przyszły i docelowy kształt architektury bezpieczeństwa systemu finansowego w Europie. Jedno jest pewne, że architektura taka powinna uwzględniać minimalizację ryzyka systemowego, tak aby w pełni wykorzystać potencjał jednolitego rynku finansowego. Działania takie powinny być podejmowane w korelacji z systemem finansowym w skali globalnej. Rozwiązania unijne w zakresie bezpieczeństwa systemu finansowego powinny być częścią rozwiązań globalnych. Przyszłość rozwiązań w zakresie bezpieczeństwa będzie zależeć od gotowości poszczególnych krajów do współpracy i rezygnacji z partykularnych interesów [Żabińska, 2011, s. 181].

Podsumowanie

W chwili obecnej mamy do czynienia z gospodarką światową o silnych mechanizmach globalizacyjnych. Z uwagi na ostatni kryzys finansowy i turbulencje, które on wywołał oraz zjawiska kryzysowe, które wystąpiły w gospodarce globalnej od momentu upadku systemu z Bretton Woods, współczesna gospodarka światowa wymaga szybkiej rekonstrukcji i wprowadzenia odpowiednich systemów regulujących. Działania, które powinny bardziej ustabilizować coraz częstsze zjawiska kryzysowe to:

- rekonstrukcja instytucji powstałych po upadku systemu z Bretton Woods i regulacji, które wprowadziły w powojennej gospodarce – regulacje te są w chwili obecnej nieadekwatne do problemów i złożoności współczesnej gospodarki;
- stworzenie nowego globalnego mechanizmu regulującego procesy gospodarcze – globalny monetaryzm spełnił swoją rolę i w chwili obecnej nie jest już efektywny;
- rozwój nowej międzynarodowej polityki gospodarczej, która będzie się opierać na regulacjach ponadnarodowych;
- dalsze prace nad nową architekturą bezpieczeństwa finansowego;
- wprowadzenie ścisłych działań regulatorских i zwiększenie norm ostrożnościowych;
- ścisły nadzór właścicielski nad bankami globalnymi, które skupiają ogromne masy pieniądza.

Z globalnego punktu widzenia można uznać, że zaproponowane dotychczas reformy są zgodne z sugestiami ekonomistów wynikającymi z analizy przyczyn i mechanizmów rozprzestrzeniania się kryzysów i zagrożeń. Po stronie Unii Europejskiej należy zaadaptować wszystkie rozwiązania zaproponowane w ramach nowej architektury systemu bezpieczeństwa oraz wprowadzać nowe, ale przede wszystkim cały czas należy monitorować stan zagrożenia i potencjalne symptomy

kryzysu. Oczywiście jest jeszcze zbyt wcześnie, by oceniać skuteczność wprowadzanych regulacji czy pracę nowo utworzonych instytucji.

Bibliografia

- Basel Committee on Banking Supervision, 2010, *Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer*, Bazylea, December.
- Basel Committee on Banking Supervision, 2010, *Proposal to ensure the loss absorbency of regulatory capital at the point of non-viability*, Consultative document, Bazylea, October.
- Borcuch A., 2009, *Globalny system pieniężny*, CeDeWu, Warszawa.
- Chrabonszczewska E., 2004, *Międzynarodowe Organizacje Finansowe*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Jackowicz K., 2007, *Dyscyplina finansowa na integrujących się rynkach finansowych UE*, Bank i Kredyt, nr 10.
- Krishnamurthy A., 2009, *Amplification Mechanisms in Liquidity Crises*, NBER Working Paper, no. 15040, Cambridge.
- Lutkowski K., 2006, *Problem międzynarodowej nierównowagi płatniczej*, Ekonomista, nr 4.
- Małecki P., Stanek P., 2009, *Gospodarka światowa wobec kryzysu globalnego*, [w:] *Gospodarka światowa w warunkach globalizacji i regionalizacji rynków*, Difin Warszawa.
- Miklaszewski S., Garlińska-Bielawska A., Pera J., 2011, *Natura i różnorodność przebiegu światowego kryzysu gospodarczego*, Difin, Warszawa.
- Nacewski J., Zabielski K., 2007, *Globalny rynek finansowy*, Wydawnictwo Naukowe Wyższej Szkoły Kupieckiej, Łódź.
- Najlepszy E., 2008, *Warunki stabilności równowagi zewnętrznej krajów rozwijających się*, Ekonomista, nr 6.
- Oreżniak L., 2004, *Globalizacja rynków finansowych*, [w:] E. Czarny (red.), *Globalizacja od A do Z*, NBP, Warszawa.
- Solarz J.K., 2001, *Międzynarodowy System Finansowy. Analiza instytucjonalno-porównawcza*, Wydawnictwo Menedżera i Bankowca, Warszawa.
- Solarz J.K., 2004, *Bankowość międzynarodowa. Analiza instytucjonalna*, Twigger, Warszawa.
- Stanek P., 2011, *Zmiany regulacji rynku finansowego w Unii Europejskiej w konsekwencji światowego kryzysu gospodarczego* [w:] S. Miklaszewski, A. Garlińska-Bielawska, J. Pera (red.), *Natura i różnorodność przebiegu światowego kryzysu gospodarczego*, Difin, Warszawa.
- Żabińska J., 2011, *Rynki finansowe w Unii Europejskiej w Strefie euro*, CeDeWu, Warszawa.