

Integracja rynków finansowych a stabilność finansowa

Wprowadzenie

Unia Europejska – obok USA i mniej znaczącej Japonii – jest jednym z trzech najważniejszych graczy na światowych rynkach finansowych. Wg danych z 2004 r.¹, obejmujących tylko kraje „starej” Unii, UE miała udział od 20% do 40% w poszczególnych segmentach rynków finansowych. W rynku bankowym jej udział wynosił 45% (dominujący), udziały w rynku papierów dłużnych, ubezpieczeniowym i reasekuracyjnym były porównywalne z USA, zaś znacząco niższy udział w porównaniu z dominującymi Stanami Zjednoczonymi występował w przypadku rynku akcji (25%) i funduszy inwestycyjnych (34%). Unia Europejska, przyjmując w 2000 roku Strategię Lizbońską, podjęła się m.in. wyzwania w postaci „dogonienia” gospodarki Stanów Zjednoczonych. Jednym z elementów tej pogoni miała być zmiana struktury rynków finansowych, tj. wzmocnienie znaczenia rynku kapitałowego jako źródła pozyskiwania kapitału. Strategia Lizbońska wydaje się być już teraz tylko przebrzmiałym hasłem, do którego trudno jest się odwoływać, szczególnie w warunkach kryzysu gospodarczego, w tym finansowego.

Sprzężony ze Strategią Lizbońską był Plan działań w zakresie usług finansowych, znany jako FSAP (*Financial Services Action Plan*). Najważniejsze cele FSAP były następujące:

- stworzenie jednolitego hurtowego rynku usług finansowych,
- stworzenie otwartego i bezpiecznego detalicznego rynku usług finansowych,
- przygotowanie odpowiednich regulacji nadzorczych i systemu nadzoru.

Oceniając dziś stopień osiągnięcia tych celów, można wskazać, zarówno na podstawie dostępnych danych, jak i przebiegu wydarzeń kryzysowych, jako udaną integrację rynku hurtowego, głównie międzybankowego. Rynek detalicznych usług finansowych jest bezpieczny, ale pomimo swojej otwartości nie zwiększyła się istotnie skala jego integracji transgranicznej. Za najmniej udane można uznać przygotowanie odpowiednich regulacji i nadzoru. Wprawdzie wprowadzono, stosując procedurę Lamfallusy’ego, wiele regulacji

¹ European Commission, *Financial Integration Monitor*, „Commission Staff Working Document”, Brussels, 2006, s. 5.

porządkujących regulacje kapitałowe, związane z przekazywaniem informacji uczestnikom rynku etc., jednak w odniesieniu do zmian nie tylko w systemie nadzoru, ale w sieci bezpieczeństwa finansowego, nie osiągnięto sukcesu. Ewidentnie potwierdziły to turbulencje na rynkach finansowych powiązane z kryzysem *subprime*. Unia Europejska, pomimo głosów płynących z kilku krajów, w tym z Polski², nie zajęła się wprowadzeniem znaczących zmian w sieci bezpieczeństwa finansowego.

Za jedną z przyczyn owych turbulencji należy uznać rosnącą asymetrię pomiędzy integracją rynków finansowych, nie tylko w skali europejskiej, ale także w skali globalnej, a utrzymywaniem mechanizmów bezpieczeństwa głównie na szczeblu krajowym.

W niniejszym opracowaniu przedstawione zostaną zagadnienia związane z efektem zarażania, wpływem integracji rynków finansowych na stabilność oraz słabościami sieci bezpieczeństwa finansowego, a także postulaty dotyczące potrzebnych zmian.

Efekt zarażania

Efekt ubocznym integracji transgranicznej i międzysektorowej może być efekt zarażania (*contagion effect*), czyli przenoszenie się szoków z jednego miejsca (źródła) na inne miejsca (kraje, instytucje, rynki). Efekt zarażania można rozpatrywać w kontekście 2 typów szoków: makro (wg M. Staub) i mikro (wg O. de Brandt i P. Hartmann).³ Szoki makro mogą wynikać z załamania koniunktury gospodarczej lub innych czynników jak: zmiany stóp procentowych, zmiany kursów walutowych czy załamanie na rynku akcji. Szoki mikro zaś mogą przenosić się dwoma kanałami: poprzez kanał informacyjny⁴ bądź poprzez wzajemne ekspozycje na rynku międzybankowym⁵ bądź w systemie płatniczym (które mogą wywołać tzw. efekt domina) lub wzajemne powiązania kapitałowe pomiędzy podmiotami.⁶

² M.in. publikacje A. Jurkowskiej-Zaidler, L. Pawłowicza, M. Iwanicz-Drozdowskiej.

³ M.Schüler, *The threat of systemic risk in banking – evidence for Europe*, “Discussion Paper”, No. 02-21, Centre for European Economic Research (ZEW), Mannheim[0], 2002, s. 4.

⁴ Badania w tym zakresie prowadzili m.in.: V.V.Acharya, T.Yorulmazer, *Information Contagion and Interbank Correlation in a Theory of Systemic Risk*, CEPR Discussion Paper no. 3743. London, 2003.

⁵ Badania w tym zakresie prowadzili m.in.: F.Allen, D.Gale, *Financial contagion*, Financial Institutions Center, „Working Paper Series” no. 98-31, Wharton School, University of Pennsylvania, 1998, R.Cifuentes, G.Ferrucci, S.Hyun Song, *Liquidity and contagion*, „Bank of England Working Paper Series” No. 264, London 2005.

⁶ M.Iwanicz-Drozdowska, *Nadzór nad działalnością bankową w Unii Europejskiej*, w: R.N. Hanisz, K. Znaniecka (red.), *Finanse w dobie integracji europejskiej*, Akademia Ekonomiczna w Katowicach, Katowice, 2004, s. 71-72.

Nieco inne spojrzenie na kanały przenoszenia zarażenia przedstawił M. Pritsker⁷. Wyróżnił kanał powiązań:

- w gospodarce realnej,
- na rynkach finansowych,
- wśród instytucji finansowych,
- i interakcji między rynkami finansowymi a instytucjami finansowymi.

Dwa pierwsze wyróżnione kanały można porównać z przenoszeniem się szoków makro, zaś dwa kolejne z szokami mikro, aczkolwiek taki podział nie może mieć jednoznacznego charakteru.

Badacze rynków finansowych zajmowali się efektem zarażania od dłuższego czasu. Jednym z pierwszych efektów zarażania był tzw. efekt *tequila*, powiązany z kryzysem finansowym w Meksyku na przełomie 1994/1995 roku⁸. Potem dotknął on m.in. rynki Azji Południowo-Wschodniej (1997 r. – kryzys finansowy)⁹, a także można go było obserwować co jakiś czas na giełdach i rynkach walutowych, szczególnie w odniesieniu do rynków wschodzących (*emerging markets*).¹⁰

Badania dotyczące efektu zarażania na rynku europejskim dotyczyły głównie kanału ekspozycji na rynku międzybankowym i były prowadzone w bankach centralnych bądź podmiotach zainteresowanych regulowaniem sektora bankowego. Badania te miały wymiar ilościowy i bazowały na dostępnych danych rynkowych, np. kursach akcji banków. Nie badano możliwości wystąpienia efektu zarażania w sektorze ubezpieczeń, bądź pomiędzy bankami a zakładami ubezpieczeń. Należy jednak pamiętać, że zakłady mogą lokować część swoich aktywów w lokaty bankowe. Tym samym, gdyby efekt zarażania przenosił się kanałem ekspozycji na rynku międzybankowym, mógłby w takiej sytuacji dotknąć także zakłady ubezpieczeń.

⁷ M.Pritsker, *The Channel of Financial Contagion*, materiał powielony, Federal Reserve System, Washington, D.C., 2000.

⁸ Patrz m.in. V.F. Garcia, *Black December. Banking instability, the Mexican crisis, and its effects on Argentina*, "World Bank Latin American and Caribbean Studies", Washington DC, 1997.

⁹ Patrz m.in. C.-J. Lindgren, T. J. T. Balino, Ch. Enoch, A.-M. Gulde, M. Quintin, L. Teo, *Financial Crisis and Restructuring: Lessons From Asia*, "Occasional Paper", No. 188, Washington, DC, IMF, 1999. B. Gębka, D. Serwa, *Are financial spillovers stable across regimes?: Evidence from the 1997 Asian crisis*, "Research in International Business and Finance", no. 4/2006.

¹⁰ Patrz m.in. H.-Y. Lee, H.-Ch. Wu, Y.-J. Wang, *Contagion effect in financial markets after the South-East Asia Tsunami*, "Research in International Business and Finance", no. 2/2007; L.P. Blenman, *Financial instability: Contagion effects, risk premiums, and returns in equity and currency markets*, "Research in International Business and Finance", no. 4/2004.

Badania R. Gropp'a i G. Moerman'a koncentrowały się na dużych 67 bankach europejskich i możliwości wystąpienia efektu zarażania wewnątrz kraju, jak i ponad granicami (tylko dla EU-15). Autorzy zaproponowali także miarę (*net-contagious influence*), która pozwalałaby oszacować możliwość efektu zarażania z jednego banku na inny. Podstawą do przeprowadzenia symulacji były dane dotyczące stóp zwrotu z akcji, na podstawie których wyliczano odległość do niewypłacalności (*distance to default*). Zdefiniowali oni zarażanie, jako szok, który dotyka jeden bank i jest przenoszony na inne. Nie zidentyfikowali oni kanałów zarażania, wskazując jedynie, że mogą to być rynki pieniężne, system płatniczy, własność, a także „czyste” zarażenie, które najczęściej wiąże się z wpływem informacji. Wyniki badań pokazały, że Wielka Brytania i inne kraje UE spoza strefy euro, są mniej zintegrowane z krajami strefy euro i w związku z tym wykazują niższy potencjał na wystąpienie efektu zarażania. Kraje strefy euro wykazywały silne związki między sobą.¹¹

Badania R. Gropp'a, M. Lo Duca i J. Vesala można uznać za kontynuację poprzednich, bowiem metodyka została oparta także na odległości do niewypłacalności, zbliżonych źródłach danych i badanym okresie (1994-2003), choć wykorzystano inne techniki statystyczne. Badania te potwierdziły występowanie efektów zarażania na rynkach bankowych krajów strefy euro, które wzmocniły swoje występowanie właśnie po wprowadzeniu wspólnej waluty.¹² Należy dodać, że badania te dotyczyły spokojnego okresu w działalności europejskiego sektora bankowego.

Ch. Upper poddał wyniki różnych badań ilościowych krytyce, stwierdzając, że są one mało użyteczne w świecie realnym, bowiem nie uwzględniają wielu czynników, które wpływają w rzeczywistości na przenoszenie się problemów.¹³ Zarzut ten należy uznać za słuszny m.in. w odniesieniu do dwóch prezentowanych powyżej wyników badań rynku europejskiego. Bazowanie wyłącznie na cenach akcji wydaje się być zbyt dużym uproszczeniem, bowiem współzależności pomiędzy cenami akcji nie mówią nam nic o wzajemnych powiązaniach kapitałowych czy też ekspozycjach na rynku międzybankowym, za pomocą których dojść

¹¹ R.Gropp, G.Moerman, *Measurement of Contagion in Banks; Equity Prices*, European Central Bank, “Working Paper Series”, no. 297, Frankfurt 2003, s. 5-6, 31-35.

¹² R. Gropp, M. Lo Duca, J. Vesala, *Cross-border Bank Contagion in Europe*, European Central Bank, “Working Paper Series”, no. 662, Frankfurt 2006, s. 22.

¹³ Ch.Upper, *Using Counterfactual Simulations to Assess the Danger of Contagion in Interbank Markets*, “BIS Working Paper”, no. 234, Basel, 2007, s. 2-3.

może do rzeczywistego zarażenia. Efekt zarażenia oceniony z perspektywy zmiany cen akcji będzie w większości mieć charakter *ex post*, czyli po ujawnieniu określonych problemów.

Ekspozycje na rynku międzybankowym, szczególnie w sytuacji, kiedy wykazuje on wysoki poziom integracji transgranicznej (jak ten w strefie euro), wydaje się być realnym kanałem przenoszenia problemów z jednego podmiotu na inne.

Pomimo dostępu do określonego dorobku w zakresie rozpoznania mechanizmów efektu zarażenia (m.in. z 2003 r.), ani instytucje sieci bezpieczeństwa finansowego, ani Europejski Bank Centralny, ani władze unijne nie podjęły konkretnych, spójnych działań w kierunku monitorowania wzajemnych ekspozycji na rynku międzybankowym (a także w odniesieniu do innych instytucji finansowych) zarówno w strefie euro, jak i poza nią. Jak pokazał przypadek Lehman Brothers, ekspozycje względem tej instytucji doprowadziły do kłopotów wiele europejskich instytucji. Podobnie jak ekspozycje względem instytucji islandzkich.

Można zatem postawić pytanie dlaczego w rozbudowanym systemie sprawozdawczym zarówno dla potrzeb nadzorczych, jak i polityki monetarnej (banki centralne, EBC), nie znalazło się wcześniej miejsce dla szczegółowego badania ekspozycji względem instytucji finansowych oraz gromadzenia tych danych na szczeblu całej UE, aby oceniać ryzyko systemowe, choć silnie wspierano od początku XXI wieku integrację rynków finansowych. W całej Unii dane tego typu są gromadzone przez wszystkich nadzorców krajowych od połowy 2007 roku w ramach pakietów FIN-REP, zainicjowanych przez CEBS (*Committee of European Banking Supervisors*). Niestety początek kryzysu nałożył się na początek gromadzenia sprawozdań finansowych banków w nowej postaci. Początki systemów sprawozdawczych są zazwyczaj trudne, bowiem zarówno instytucje finansowe, jak i nadzorcy i banki centralne uczą się dopiero nowych rozwiązań. Trudno więc uważać, że od razu banki centralne i nadzorcy mieli pełny dostęp do wiarygodnych informacji z całego rynku unijnego. Ponadto brakowało instytucji głównodowodzącej na szczeblu UE.

W celu zbadania możliwości i konsekwencji wystąpienia efektu zarażenia konieczne jest gromadzenie odpowiednich statystyk, o dużym stopniu szczegółowości, a także stworzenie i utrzymywanie paneuropejskiej bazy danych, przez wyznaczoną do tego instytucję, która dzięki niej miałaby możliwość monitorowania wzajemnych ekspozycji i sygnalizowania potencjalnych zagrożeń.

Stabilność finansowa

Stabilność finansowa jest niewątpliwie dobrem społecznym¹⁴. Trudno odnaleźć w literaturze jedną jej definicję, ze względu na mnogość czynników, jakie na nią wpływają. Przytoczona zostanie jedna definicja, bowiem pogłębiona analiza różnych ujęć nie jest przedmiotem zainteresowania w niniejszym opracowaniu. Za G.G. Kaufmanem można stwierdzić, że stabilność finansowa występuje wtedy, gdy¹⁵:

- kluczowe instytucje finansowe są stabilne, co zapewnia zaufanie, że będą one regulowały swoje zobowiązania bez zakłóceń bądź pomocy zewnętrznej;
- kluczowe rynki finansowe są stabilne, a więc inwestorzy mogą z zaufaniem zawierać na nich transakcje po cenach, które mają podstawy fundamentalne i nie wahają się istotnie w krótkim terminie, kiedy nie występują zmiany o charakterze fundamentalnym.

Jest to definicja prosta, która dobrze oddaje oczekiwania uczestników rynku odnoszące się do sytuacji na rynku finansowym.

Praktycznie od połowy lat 90. XX wieku unijny rynek finansowy spełniał zasadniczo wymienione powyżej wymogi. Problemy, jakie się pojawiały, miały raczej charakter jednostkowy i nie powodowały poważnych zaburzeń w funkcjonowaniu rynków finansowych, w szczególności utraty zaufania przez uczestników rynku. Uśpiło to prawdopodobnie czujność decydentów politycznych i nadzorców, którzy nie widzieli przez długi czas pilnej potrzeby powiązania stabilności finansowej z coraz silniej integrującymi się rynkami finansowymi.

Przez długi czas koncentrowano się na pozytywnych aspektach integracji rynków finansowych (np. niższe ceny, bardziej atrakcyjne produkty finansowe, większa mobilność kapitału), pomijając często złe strony integracji finansowej. Ta zła strona ujawniła się w pełni wraz z kryzysem *subprime*. Najpoważniejszą negatywną konsekwencją integracji jest wzmocnienie możliwości wystąpienia efektu zarażania, o którym była mowa powyżej.

Na stabilność finansową patrzono głównie z perspektywy kondycji poszczególnych segmentów rynku i podejmowanego przez instytucje poziomu ryzyka (w takim zakresie, w

¹⁴ Patrz szerzej: A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2008, s. 166 i dalsze.

¹⁵ G.G.Kaufman, *Central banks, asset bubbles, and financial stability*, "Working Paper" 98/12, Federal Reserve Bank of Chicago, November 1998, s. 3.

jakim nadzorcom i bankom centralnym udało się je ocenić). Konsekwencje integracji rynków finansowych i efekt zarażania praktycznie pomijano. Aby umotywić to stwierdzenie wystarczy przyrzeć się dwóm ostatnim raportom dotyczącym stabilności sektora bankowego UE¹⁶, przygotowywanym przez Europejski Bank Centralny. W obu tych raportach nie odnaleziono słowa „*contagion*”, zaś słowo „*integration*” pojawiło się raz w jednym z przypisów. Można zatem powątpiewać czy oceniając stabilność europejskiego systemu bankowego te aspekty brano poważnie pod uwagę. Jeżeli tak, to dlaczego o tym nie pisano w raportach. Jeżeli nie, to jest to bardzo poważnie niedopatrzenie, które zaburzało rzeczywisty obraz sytuacji. Niestety nie opublikowano podobnego raportu za 2008 rok. Publikowano nadal przegląd stabilności finansowej (*Financial Stability Review*), a także przeprowadzano testy warunków skrajnych (*stress tests*) dla europejskiego sektora bankowego.

Nieco lepiej prezentowała się ocena wpływu integracji na stabilność finansową, dokonywana w ramach raportów poświęconych europejskiej integracji finansowej¹⁷. W dwóch ostatnich raportach kwestiom stabilności finansowej poświęcono sporo miejsca, we wcześniejszych zaś (lata 2004-2006) były to 1 bądź 2 strony. Dopiero jednak w raporcie z 2008 roku zajęto się szerzej efektem zarażania.

Ze względu na badania prowadzone przez EBC, inne banki centralne, Komisję Europejską, a także ośrodki badawcze, musiała istnieć świadomość, że integracja rynków finansowych może mieć wpływ niekorzystny na stabilność finansową. Prawdopodobnie dorobek teoretyczny okazał się nie iść w parze z podejściem do praktycznej oceny stabilności i informowania uczestników rynku w tym zakresie, a także do podejmowania trudnych decyzji o zmianach w sieci bezpieczeństwa finansowego.

Sieć bezpieczeństwa finansowego

Istnienie sieci bezpieczeństwa finansowego jest podstawą dla zapewnienia stabilności finansowej. Do sieci bezpieczeństwa finansowego najczęściej są zaliczane banki centralne, instytucje nadzorcze, a także instytucje gwarantujące depozyty i zapewniające ochronę

¹⁶ ECB, *EU Banking sector stability*, November 2007 oraz ECB, *EU Banking sector stability*, November 2006. Brakuje raportu za 2008 rok.

¹⁷ European Commission, *European Financial Integration Report 2007*, „Commission Staff Working Document”, Brussels, 2007 oraz European Commission, *European Financial Integration Report 2008*, „Commission Staff Working Document”, Brussels, 2009.

inwestorom giełdowym, w przypadku upadłości domu maklerskiego¹⁸, jak również wszelkie regulacje dotyczące ich działalności oraz działalności pośredników finansowych. Każda z tych instytucji ma określone zadania do wypełnienia zarówno w czasach dobrej, jak i złej koniunktury na rynkach. Słabości sieci bezpieczeństwa finansowego ujawniają się z całą jaskrawością właśnie w czasie załamania.

Jakie słabości można wskazać? Przede wszystkim niedopasowanie sposobu sprawowania nadzoru nad instytucjami finansowymi do rosnącej integracji rynków finansowych. Nadzór, jak również systemy gwarancyjne, utrzymały swój narodowy charakter, chociaż od kilku już lat w wielu publikacjach wskazywano na celowość i potrzebę powołania instytucji paneuropejskich¹⁹. Z racji tego, że nie było woli politycznej dla takiej dyskusji, postulaty różnych środowisk nie były brane pod uwagę. Dopiero kryzys *subprime* nakłonił decydentów unijnych do zainteresowania się tym problemem. Pozytywne efekty wystąpiły w lutym i maju 2009 roku.

W lutym 2009 roku tzw. Grupa Larosiera²⁰ opublikowała dokument, w którym postulowała utworzenie dwóch dodatkowych ciał, które zajmowałyby się sprawowaniem nadzoru nad unijnym rynkiem finansowym. W rozdziale 3 raportu odnoszącym się do naprawy nadzoru w UE (*EU Supervisory Repair*), Grupa Larosiera postuluje utworzenie dwóch ciał odpowiedzialnych odpowiednio na nadzór makro- i mikro-ostrożnościowy. Nadzór makro-ostrożnościowy miałby być sprawowany przez Europejską Radę Ryzyka Systemowego (*European Systemic Risk Council*, ESRC), któremu przewodniczyłby prezes EBC. W jego skład wchodziłoby także przewodniczący CEBS, CESR, CEIOPS (3 poziom wg procedury Lamfalussy'ego) oraz członkowie rady wykonawczej EBC i przedstawiciel Komisji Europejskiej. Nadzór mikro-ostrożnościowy byłby wykonywany przez Europejski System Nadzoru Finansowy (*European System of Financial Supervisors*), który miałby stanowić swoistą sieć nadzorców, ze zmienioną rolą CEBS, CESR i CEIOPS (z komitetów 3 poziomu byłyby przekształcone w paneuropejskich nadzorców). Cały proces zmian w zakresie nadzoru

¹⁸ W niektórych krajach instytucje takie funkcjonują także w sektorze ubezpieczeń.

¹⁹ M.in. D. Schoenmaker, *Financial supervision: from national to European?*, Financial and Monetary Studies NIBE-SVV, vol. 22, no. 1, Amsterdam 2003; L. Pawłowicz, *Transgraniczna integracja nadzoru bankowego*, Polskie Forum Strategii Lizbońskiej, Niebieskie Księgi 2003, nr 5.

²⁰ The High Level Group on Financial Supervision in the EU, *Report*, Brussels, February 2009 (ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf, stan na 29.05.2009). W niniejszym opracowaniu pomijamy kwestie związane z zarządzaniem kryzysem i finansowanie wsparcia finansowego instytucji przeżywających kłopoty.

mikro-ostrożnościowego byłby rozłożonych w czasie. Propozycję przedstawioną przez Grupę Larosiera można uznać za podejście łagodne do wprowadzania zmian, bowiem *status quo* na szczeblu poszczególnych krajów miałby być utrzymany, a jedynie tworzone byłyby dodatkowe ciała koordynujące. Od strony politycznej takie rozwiązanie wydaje się być akceptowalne, bowiem większa ingerencja w narodowe struktury nadzoru nie spotkałaby się z poparciem. Akceptowalnym, ale czy skutecznym? Co to tej kwestii można mieć poważne wątpliwości. Komisja Europejska oznajmiła pod koniec maja 2009 roku, że dąży do utworzenia dwóch ciał, o których mowa była powyżej, przy czym nadzór mikro-ostrożnościowy miałby zacząć działać wcześniej (2010 rok) niż wynikało to z rekomendacji Grupy (2012 rok). Wiele postulatów i rekomendacji sformułowanych przez Grupę Larosiera powinno być wziętych pod uwagę przy reformowaniu europejskiego systemu nadzoru.

Innym składnikiem sieci bezpieczeństwa, w przypadku której konieczne są zmiany są systemy gwarantowania depozytów. W raporcie Grupy Larosiera trafnie wskazano na dwie najważniejsze kwestie, tj. brak ujednoczonego sposobu finansowania (*ex ante*), a także relacje kraj pochodzenia (*home*) a kraj goszczący (*host*). Obecny kryzys wykazał, że obie mają ogromne znaczenie dla stabilności i zaufania do systemu bankowego. Finansowanie *ex ante* umożliwia instytucji gwarancyjnej nagromadzenie odpowiednich środków, aby w sytuacji załamania koniunktury można było je wykorzystać. Komisja Europejska kilka lat przed kryzysem badała możliwość ujednoczenia sposobu finansowania instytucji gwarancyjnych, jednak nie zdecydowano się wtedy na podjęcie żadnych konkretnych działań, sugerując się wysokimi kosztami. Koszty te wynikały z konieczności wniesienia dużych opłat przez banki, będące członkami systemu. Powrót do koncepcji ujednoczenia sposobu finansowania jest jednak niezbędny.

W relacjach *home – host*, znaczący okazał się problem Islandii. Ze względu na bujny rozwój sektora bankowego tego kraju, w tym jego oddziałów w innych krajach, dostrzeżono, że system gwarantowania depozytów kraju pochodzenia może nie być w stanie uregulować zobowiązań względem kraju goszczącego, ze względu na niewystarczające środki finansowe. Grupa Larosiera postulowała w swoim raporcie, aby kraj goszczący miał prawo pytać kraj pochodzenia, czy jego system gwarantowania depozytów ma wystarczający potencjał finansowy. Ponadto wskazano w nim, że dla sektora inwestycyjnego oraz

ubezpieczeniowego powinny być wypracowane podobne rozwiązania w zakresie ochrony klienta, jak dla sektora bankowego.²¹

Kryzys skłonił decydentów unijnych do zwiększenia kwoty minimalnych gwarancji depozytów z 20.000 EUR do 50.000 EUR (docelowo kwota ma wzrosnąć do 100.000 EUR), chociaż – podobnie jak w przypadku sposobu finansowania instytucji gwarantujących depozyty – wcześniej, po przeprowadzonych analizach nie zdecydowano się na takie posunięcie. Zniesiono także współodpowiedzialność deponenta (koasekurację), która miała być narzędziem redukującym pokusę nadużycia wśród deponentów. Podniesienie poziomu gwarancji dało przede wszystkim efekt psychologiczny, bowiem należy wziąć pod uwagę fakt, że podnoszenie poziomu gwarancji bez wzmocnienia potencjału finansowego instytucji gwarancyjnych, nie zwiększa realnie bezpieczeństwa. Po uspokojeniu sytuacji na rynkach finansowych, niezbędne jest przemyślenie konstrukcji systemów gwarantowania depozytów, aby odtworzyć mechanizmy współodpowiedzialności deponentów, jak również wzmocnić siłę finansową instytucji gwarancyjnych.

Podsumowanie i wnioski

Jak pokazuje historia kryzysów finansowych, każdy nowy przypadek staje się bodźcem do podejmowania działań naprawczych, szukania słabości i dążenia do poprawy sytuacji. Bardzo często jednak początkowy entuzjazm dla wprowadzania odważnych zmian słabnie, bowiem istniejące struktury trudno jest zmienić. Oby nie było tak i w przypadku kryzysu subprime.

Historia kryzysów finansowych z lat 80. i 90. XX wieku, pozwalała na wyciągnięcie wniosków, że znoszenie ograniczeń administracyjnych (deregulacja), które nie było poparte wprowadzaniem odpowiednich regulacji ostrożnościowych, kończyło się kryzysem. Tym razem nie przeprowadzono deregulacji, lecz silnie wspierano integrację rynków finansowych. Także i w tym przypadku zapomniano o potrzebie zmian w rozwiązaniach ostrożnościowych i podejściu do oceny stabilności finansowej. Największe słabości regulacyjne i instytucjonalne trzeba wyeliminować jak najszybciej, a jednocześnie trzeba stale monitorować zmiany na

²¹ W przypadku sektora inwestycyjnego funkcjonują na podstawie odrębnej dyrektywy UE systemy rekompensat dla inwestorów, o podobnej konstrukcji, lecz niższym poziomie ochrony (do 20.000 EUR). W przypadku sektora ubezpieczeniowego brakuje unijnych regulacji, chociaż „przymiarki” do ich są podejmowane od kilku lat. Szerzej na ten temat: M. Iwanicz-Drozdowska, *Bezpieczeństwo rynku usług finansowych. Perspektywa Unii Europejskiej*, SGH, Warszawa 2008.

rynku, aby uaktualniać rozwiązania w sieci bezpieczeństwa finansowego i ograniczyć możliwość wystąpienia kolejnej katastrofy na rynku finansowym.

BIBLIOGRAFIA:

- Allen F., Gale D., *Financial contagion*, Financial Institutions Center, „Working Paper Series” no. 98-31, Wharton School, University of Pennsylvania, 1998,
- Blenman L.P., *Financial instability: Contagion effects, risk premiums, and returns in equity and currency markets*, “Research in International Business and Finance”, no. 4/2004.
- Cifuentes R., Ferrucci G., Hyun Song S., *Liquidity and contagion*, „Bank of England Working Paper Series” No. 264, London 2005.
- ECB, *EU Banking sector stability*, November 2007 oraz ECB, *EU Banking sector stability*, November 2006.
- European Commission, *European Financial Integration Report 2007*, „Commission Staff Working Document”, Brussels, 2007 oraz European Commission, *European Financial Integration Report 2008*, „Commission Staff Working Document”, Brussels, 2009.
- Garcia V.F., *Black December. Banking instability, the Mexican crisis, and its effects on Argentina*, “World Bank Latin American and Caribbean Studies”, Washington DC, 1997.
- Gębka B., Serwa D., *Are financial spillovers stable across regimes?: Evidence from the 1997 Asian crisis*, “Research in International Business and Finance”, no. 4/2006.
- Gropp R., Lo Duca M., Vesala J., *Cross-border Bank Contagion in Europe*, European Central Bank, “Working Paper Series”, no. 662, Frankfurt 2006
- Gropp R., Moerman G., *Measurement of Contagion in Banks; Equity Prices*, European Central Bank, “Working Paper Series”, no. 297, Frankfurt 2003
- Iwanicz-Drozdowska M., *Bezpieczeństwo rynku usług finansowych. Perspektywa Unii Europejskiej*, SGH, Warszawa 2008.
- Iwanicz-Drozdowska M., *Nadzór nad działalnością bankową w Unii Europejskiej*, w: R.N. Hanisz, K. Znaniecka (red.), *Finanse w dobie integracji europejskiej*, Akademia Ekonomiczna w Katowicach, Katowice, 2004
- Jurkowska-Zeidler A., *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2008
- Kaufman G.G., *Central banks, asset bubbles, and financial stability*, “Working Paper” 98/12, Federal Reserve Bank of Chicago, November 1998
- Lee H.-Y., Wu H.-Ch., Wang Y.-J., *Contagion effect in financial markets after the South-East Asia Tsunami*, “Research in International Business and Finance”, no. 2/2007
- Lindgren C.-J., Balino T. J. T., Enoch Ch., Gulde A.-M., Quintin M., Teo L., *Financial Crisis and Restructuring: Lessons From Asia*, “Occasional Paper”, No. 188, Washington, DC, IMF, 1999.
- Pawłowicz L., *Transgraniczna integracja nadzoru bankowego*, Polskie Forum Strategii Lizbońskiej, Niebieskie Księgi 2003, nr 5.
- Pritsker M., *The Channel of Financial Contagion*, materiał powielony, Federal Reserve System, Washington, D.C., 2000.
- Schoenmaker D., *Financial supervision: from national to European?*, Financial and Monetary Studies NIBE-SVV, vol. 22, no. 1, Amsterdam 2003
- The High Level Group on Financial Supervision in the EU, *Report*, Brussels, February 2009 (ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf, stan na 29.05.2009).
- Upper Ch., *Using Counterfactual Simulations to Assess the Danger of Contagion in Interbank Markets*, “BIS Working Paper”, no. 234, Basel, 2007