
Regionalna integracja finansowa a ryzyko braku bezpieczeństwa finansowego w Europie

Jacek Pera¹

4.1. Wstęp

Współczesna gospodarka światowa podlega bardzo dużym turbulencjom szczególnie w zakresie: silnej dekonunktury gospodarczej, rosnącego zadłużenia międzynarodowego i niewypłacalności państw w postaci nawisu zadłużeniowego, dużej niestabilności panującej na międzynarodowych rynkach finansowych, kryzysogenności gospodarek narodowych na poziomie finansów publicznych, bardzo dużych wahań wszystkich głównych walut oraz – postępującego kryzysu w strefie euro i groźbą upadku tej strefy. W kontekście tych zjawisk szczególnego znaczenia nabiera problem braku bezpieczeństwa finansowego na poziomie makro- i mikroekonomicznym. Właściwe określenie i zdefiniowanie tego zagadnienia wydaje się być bardzo ważne z punktu widzenia potencjalnych kosztów i strat dla ugrupowań regionalnych, poszczególnych państw i podmiotów gospodarczych.

Celem opracowania jest prezentacja wyników badań w zakresie problemu braku stabilności finansowej w gospodarce światowej. Brak spójnych, jednolitych i powszechnych mechanizmów bezpieczeństwa na szczeblu poszczególnych gospodarek narodowych oraz bardzo częste przyjmowanie przez firmy w swojej działalności strategii spekulacji, powodują coraz większe zawirowania na międzynarodowych rynkach finansowych oraz generują coraz większe koszty dla firm.

¹ Dr starszy wykładowca w Katedrze Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie; e-mail: peraj@uek.krakow.pl.

4.2. Regionalna integracja finansowa a problem braku stabilności

Głównym zadaniem rynków finansowych jest wspieranie wzrostu na trzech płaszczyznach, poprzez²:

- Gromadzenie rozproszonych depozytów, po to by przekształcić je w strumienie inwestycji, dzięki czemu niższe są koszty pozyskiwania większej ilości kapitału przez przedsiębiorstwa.
 - Ograniczanie ryzyka inwestycyjnego poprzez dokonywanie oceny ryzyka projektów inwestycyjnych oraz rozpraszanie posiadanych zasobów na wiele inwestycji.
 - Zmniejszanie ryzyka utraty płynności przez posiadaczy papierów wartościowych dzięki umożliwieniu (pośrednictwu) sprzedaży posiadanych przez nich papierów; poprawiają oni swoją płynność bez konieczności korzystania z kapitału zakładowego czy wycofywania się z innych dokonywanych inwestycji.
- Do realizacji wyżej wymienionych zadań niezbędne jest utrzymanie stabilności rynków finansowych. Stabilność ta pozostaje w ścisłym związku ze stabilnością monetarną³.

Podstawą integracji rynków finansowych w Europie były cele gospodarcze. Rozpoczęła się ona wraz z powstaniem Europejskiej Wspólnoty Węgla i Stali. Integracja finansowa jest jednym z etapów integracji gospodarczej. Tendencje do integracji rynków finansowych obserwuje się zarówno w skali całego globu, jak i w różnych jego regionach. Pod pojęciem integracji finansowej rozumie się powszechnie liberalizację przepływów kapitałowych, harmonizację systemów podatkowych i budżetowych, unifikację instytucji bankowych i finansowych oraz integrację rynków kapitałowych⁴.

Wyróżnia się następujące etapy międzynarodowej gospodarczej integracji regionalnej:

- 1) strefę wolnego handlu,
- 2) unię celną,
- 3) wspólny rynek,
- 4) unię gospodarczą (oraz pieniężną).

Integracja rynków finansowych jest elementem trzeciego i czwartego etapu integracji gospodarczej. Wspólny rynek obejmuje m.in. swobodę przepływu kapitału między krajami członkowskimi, a pełna unia gospodarcza – również

² A. Borcuch (2009), *Globalny system pieniężny*, CeDeWu, Warszawa s. 111.

³ Ibidem, s. 119.

⁴ K. Piech (2007), *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*, „Bank i Kredyt” nr 4, Warszawa, s. 4.

kwestie wspólnej waluty. Efektem końcowym europejskiej integracji finansowej ma być⁵:

- wyeliminowanie kosztów wymiany walut narodowych i zabezpieczenie się przed zmianą kursu walutowego,
- poprawa efektywności alokacji kapitału ze względu na brak konieczności utrzymywania tak wysokich (jak w przypadku sumy pojedynczych państw) rezerw walutowych,
- możliwość zwiększenia skali produkcji (wynikającą np. z większych szans rozwoju przedsiębiorstw transnarodowych),
- obniżenie kosztów produkcji (łatwiejsza ekspansja korporacji transnarodowych do „tańszych” krajów, a także większa koncentracja produkcji i wykorzystanie „efektów skali” w wyniku procesów fuzji i przejęć) oraz kosztów obsługi transakcji finansowych i kosztów kredytów bankowych,
- spadek cen (bądź słabsze tempo ich wzrostu) w wyniku wyżej wymienionych procesów, co oznacza większą stabilizację gospodarki, a co za tym idzie, zmniejszenie ryzyka inwestowania w nią, co z kolei powoduje wzrost zainteresowania bezpośrednich inwestorów zagranicznych,
- większe skupienie oszczędności klientów indywidualnych i większe możliwości udzielenia kredytów o dużej wartości, przy zachowaniu wysokiej płynności systemu finansowego,
- otrzymywanie przez klientów indywidualnych – w sytuacji rozwoju rynku finansowego – większych możliwości dywersyfikacji inwestycji, co w przypadku ich powodzenia przyczynia się do wzrostu zamożności i konsumpcji klientów, a także zwiększa możliwości wyboru dostawców i odbiorców,
- zwiększenie inwestycji przedsiębiorstw spowodowanym wzrostem ich zysków,
- ujednoczenie polityki pieniężnej.

W praktyce unijnej występują następujące etapy integracji finansowej:

- a) liberalizacja przepływów kapitałowych (w tym napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, w dużej mierze dzięki korporacjom transnarodowym),
- b) integracja instytucji i systemów finansowych,
- c) dalsza integracja gospodarcza w zakresie integracji rynków kapitałowych poprzez wprowadzenie wspólnej waluty⁶.

Do integracji rynków finansowych może dochodzić nie tylko na skutek działań władz, ale również w wyniku międzynarodowych procesów wolnego rynku – globalizacji. Z tego punktu widzenia pełna integracja rynków finansowych prowadzi do tego, że aktywa o takim samym ryzyku mogą być kupowane w różnych krajach po tej samej cenie – bez względu na ich umiejscowienie.

⁵ A. Borcuch (2009), *Globalny system pieniężny*, CeDeWu, Warszawa, s. 91.

⁶ Ibidem, s. 5.

Integracji rynków finansowych towarzyszy rozwój rynku papierów wartościowych (jest on bardziej płynny), a stopy zwrotu z inwestycji giełdowych są bardziej zmienne i bardziej skorelowane ze zwrotami z rynków światowych niż wcześniej. Integracja często wiąże się także z niższym kosztem kapitału i poprawą ratingu kredytowego, aprecjacją realnych kursów walutowych, a także z większym wzrostem gospodarczym. W praktyce zakres i stopień integracji są różne i często zależą od działalności regulacyjnej władz, przy czym dla wzrostu integracji ważne jest, by uwzględniły one napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

Mimo postępującej integracji rynków finansowych w wielu krajach występuje zjawisko tzw. *home bias*, czyli względne przeinwestowanie na krajowych (a nie zagranicznych) rynkach. Sztandarowym tego przykładem są Stany Zjednoczone, gdzie w latach 80 XX w. w krajowe papiery wartościowe lokowano aż 94% krajowych środków finansowych, choć tamtejszy rynek papierów wartościowych stanowił około 48% rynku światowego. Tymczasem optymalną wielkością powinno być nie 94%, lecz około 40%. Co więcej, zjawisko *home bias* obserwuje się niemal we wszystkich krajach. Ciekawe jest również to, że zjawisko *home bias* słabnie wraz z rozwojem globalizacji i integracji regionalnej, szczególnie w strefie euro. Badania przeprowadzone przez Baele e.a. (2006) dla 25 krajów pokazują, że o ile w ramach Unii Gospodarczej i Walutowej *home bias* maleje rocznie o 7–8%, o tyle w krajach Unii Europejskiej spoza strefy euro ten efekt nie występuje. Tworzenie bardziej zintegrowanego, wspólnego rynku wspiera zatem integrację rynków finansowych. Integracja europejska jest więc ważna dla postępów międzynarodowej integracji finansowej⁷.

Tendencje do integracji rynków finansowych opierają się na założeniu, że dzięki niej będzie możliwy większy rozwój krajowych rynków finansowych. Te procesy są natomiast korzystne dla wzrostu gospodarczego. Integracja rynków finansowych powinna zatem – poprzez większy rozwój rynków finansowych – prowadzić do przyspieszenia wzrostu gospodarczego. Otwieranie się krajów na zagranicę pod względem finansowym, a zatem liberalizacja krajowych rynków finansowych, pozwala na oddziaływanie w dwóch, głównych kierunkach:

- 1) zwiększenie podaży finansów w krajach słabiej rozwiniętych finansowo, ze względu na:
 - a) przyciągnięcie efektywnie działających zagranicznych pośredników finansowych (i dostępnych za ich pośrednictwem funduszy) na słabiej rozwinięte obszary,
 - b) ułatwienie firmom ze słabiej rozwiniętych obszarów dostępu do międzynarodowych rynków finansowych (i pozyskiwania na nich kapitału);
- 2) zwiększenie efektywności alokacji kapitału.

⁷ Ibidem, s. 5.

Otwieranie się krajowego rynku finansowego na zagranicę oznacza, że zagraniczni inwestorzy mogą łatwiej dostarczać środki na realizację przedsięwzięć (w formie bezpośrednich inwestycji zagranicznych) – rośnie podaż kapitału. Ponadto może to oznaczać niższe koszty pozyskania kapitału ze względu na to, że koszty pozyskania zagranicznych aktywów (dzięki dostępowi do zagranicznych pośredników finansowych) mogą być mniejsze niż koszty pozyskania funduszy w kraju. Korzyści osiągają zatem zarówno podmioty zagraniczne, jak i krajowe. Ponadto krajowe przedsiębiorstwa (a także gospodarstwa domowe) zyskują możliwość lepszej alokacji posiadanych nadwyżek finansowych, gdy na krajowym rynku stają się dostępne różne, czasami bardzo zyskowne instrumenty finansowe (np. zagraniczne fundusze inwestycyjne). Wspomaga to dywersyfikację alokacji i zmniejsza ponoszone przy tym ryzyko⁸.

W rozwoju rynków finansowych można wyróżnić dwie główne możliwości: poprzez rozwój sektora bankowego oraz poprzez rynek papierów wartościowych. Przykładowo, po wprowadzeniu euro – stopy obligacji różnych krajów członkowskich strefy obniżały się do poziomu najniższych stóp, na czym szczególnie skorzystały kraje południowej Europy. O ile w literaturze przyjmuje się, że rozwój systemu bankowego pozytywnie wpływa na wzrost, o tyle pewne wątpliwości wiążą się z rynkiem papierów wartościowych z tego względu, że jego rozwój (choć również pozytywnie związany ze wzrostem) może „wypierać” rozwój sektora bankowego.

Rynki finansowe wspierają wzrost na trzech płaszczyznach:

- 1) gromadzą rozproszone depozyty, by przekształcić je w strumienie inwestycji, dzięki czemu niższe są koszty pozyskiwania większej ilości kapitału przez przedsiębiorstwa,
- 2) zmniejszają ryzyko inwestycyjne poprzez dokonywanie oceny ryzyka projektów inwestycyjnych oraz rozpraszanie posiadanych zasobów na wiele inwestycji,
- 3) zmniejszają ryzyko utraty płynności przez posiadaczy papierów wartościowych dzięki umożliwieniu (pośrednictwu) sprzedaży posiadanych przez nich papierów; poprawiają oni swoją płynność bez konieczności korzystania z kapitału zakładowego czy wycofywania się z innych, dokonywanych inwestycji.

Rola rynków finansowych sprowadza się zatem do zwiększenia efektywności wykorzystania oszczędności poprzez inwestycje, co sprzyja ostatecznie wzrostowi gospodarczemu⁹.

Integracja rynków finansowych przynosi korzyści całemu światu – przekonanie to leży u podstaw tworzenia Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

⁸ Ibidem, s. 11.

⁹ Ibidem, s. 14.

W przypadku jednak niedostosowań instytucjonalnych – po stronie polityki gospodarczej integracja finansowa może mieć negatywne (przynajmniej przejściowo) rezultaty dla gospodarki. Może bowiem wystąpić kryzys finansowy. Jest to swoista cena, jaką trzeba „zapłacić”, bowiem wraz ze wzrostem integracji rynków finansowych – wzrasta ryzyko wystąpienia kryzysów finansowych. Wraz ze wzrostem gospodarczym stymulowanym rozwojem rynków finansowych należy zwracać większą uwagę na właściwą regulację rynków – by nie dopuścić do wystąpienia kryzysu.

Liberalizacja rynków finansowych niesie wiele korzyści: otwarcie krajowych rynków na dopływ kapitału pozwala uzupełnić brakujące zasoby kapitałowe zagranicznymi oszczędnościami. Pozwala to m.in. na sfinansowanie większych inwestycji, a zatem przyczynia się do przyspieszenia wzrostu gospodarczego i zwiększa konkurencyjność krajowych instytucji finansowych. Liberalizacja oznacza również wystąpienie zagrożeń, spowodowanych możliwością zarówno odpływu kapitału, jak i napływu. Problemy związane z nieodpowiednim przygotowaniem liberalizacji rynków finansowych ujawniają się szczególnie w okresie dynamicznego wzrostu gospodarczego świata. Występuje wtedy przejściowa nadpłynność światowego systemu finansowego, która jest lokowana w krajach mających dobre perspektywy rozwojowe.

Ponadto do kryzysu może się przyczynić nie tylko odpływ kapitału zagranicznego, ale nawet spowolnienie jego napływu do kraju w porównaniu z wcześniejszymi okresami, a dokładniej – ryzyko rośnie wraz ze wzrostem zmienności (fluktuacji) międzynarodowych przepływów kapitałowych. Warto również podkreślić, że nie tylko odpływ, ale i napływ kapitału może być niekorzystny, ponieważ:

- a) zwiększenie wartości pieniądza w obiegu utrudnia politykę antyinflacyjną, zmuszając do podwyższania stóp procentowych (co chłodzi koniunkturę) bądź „sterylizacji” (poprzez operacje otwartego rynku lub rezerwy obowiązkowe),
- b) napływ waluty zagranicznej prowadzi do aprecjacji waluty krajowej, co zmniejsza konkurencyjność cenową eksportu i negatywnie oddziałuje na wzrost gospodarczy¹⁰.

Według Europejskiego Komisarza ds. Rynku Wewnętrznego i Usług integracja rynków finansowych przynosi Europie następujące korzyści¹¹:

- 1) dla handlu międzynarodowego i inwestycji ponadgranicznych – rynki europejskie stają się bardziej atrakcyjne dla inwestycji spoza Unii Europejskiej i w ramach UE,

¹⁰ Ibidem, s. 15.

¹¹ M. Barnier (2010), *Plan działań Unii Europejskiej na rzecz reformy sektora finansowego*, Biuletyn Komisji Europejskiej, Bruksela, s. 5.

- 2) dla konkurencji – zwiększa się konkurencja między dostawcami usług, co obniża ceny usług, poprawia ich jakość i różnorodność,
- 3) łatwiej osiągnąć zyski z korzyści skali, co prowadzi do oferowania lepszych i bardziej innowacyjnych produktów i usług po niższych cenach oraz wspomaga wzrost małych i średnich przedsiębiorstw z sektora niefinansowego,
- 4) zmniejszają się obciążenia administracyjne (choć początkowo wymaga to poniesienia kosztów związanych z ich ujednoczeniem),
- 5) wzrasta różnorodność produktów, poprawia się ich jakość i obniżają ceny, a także zwiększają się możliwości inwestycyjne, stopy zwrotu z inwestycji i spadają koszty finansowe,
- 6) wraz z integracją rośnie stabilność finansowa, sektor publiczny może zaspokoić swoje potrzeby po niższych kosztach, czyli ogólniej – rośnie konkurencyjność gospodarek.

Na początkowych etapach integracji europejskiej integracja rynków finansowych nie odgrywała znacznej roli. Na mocy Traktatu Rzymskiego swoboda przepływu kapitału była dość ograniczona, ponieważ kraje członkowskie chciały mieć większą kontrolę nad ich gospodarkami, rynkiem wewnętrznym czy sytuacją pieniężną. Obawiano się zwłaszcza zakłóceń po stronie bilansu płatniczego, które mogłyby być wywołane gwałtownymi ruchami kapitału, a kraje członkowskie chciały mieć niezależne od siebie instrumenty radzenia sobie z takimi zagrożeniami.

Mimo przejściowej liberalizacji przepływów finansowych na mocy dwóch dyrektyw z 1960 i 1962 r., które zniosły ograniczenia dewizowe w zakresie przepływu towarów i osób, niektóre kraje członkowskie (m.in. Francja i Włochy) szeroko stosowały dozwolone klauzule ochronne. Do ograniczonych postępów w liberalizacji rynków przyczyniło się też załamanie systemu z Bretton Woods na początku lat 70. XX w.

W latach 80., wraz z poprawą sytuacji gospodarczej po dwóch kryzysach naftowych, nasiliły się procesy integracji rynków finansowych w Europie. Rządy zaczęły coraz bardziej przekonywać się do korzyści z integracji rynków finansowych. Pojawiły się także rozwiązania technologiczne, które ułatwiły ten proces. Integrację tę wywołał wzrost współzależności gospodarczej (wywołanej wzrostem wymiany handlowej) krajów EWG.

Co ciekawe, przed utworzeniem ERM (Exchange Rate Mechanizm) w 1979 r., kraje członkowskie systemu miały bardziej zsynchronizowane cykle koniunkturalne ze Stanami Zjednoczonymi niż z Niemcami. Po utworzeniu ERM stały się bardziej zsynchronizowane z cyklem niemieckim (z wyjątkiem Irlandii), co może dowodzić wykształcenia się europejskiego cyklu koniunkturalnego.

Skutkiem tych zmian było wprowadzenie w 1984 r. ściślejszego nadzoru nad stosowaniem przez kraje EWG klauzul ochronnych, w celu ograniczenia ich sto-

sowania, a także dyrektyw z 1986 r. i 1988 r., znacznie liberalizujących przepływy kapitałowe.

W wyniku nasilania się procesów integracji rynków finansowych w Europie znacznie wzrosła wartość przepływu kapitału między krajami. Dotyczyło to zwłaszcza kapitału bezpośredniego, który jest szczególnie korzystny dla długookresowego wzrostu. Budowanie wspólnego rynku spowodowało, że Unia stała się atrakcyjniejsza na tle innych regionów świata i w związku z tym napływało więcej bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ). Dzięki postępowi integracji gospodarczej w UE Unia jako całość stała się silniejszym partnerem gospodarczym i mogła więcej inwestować poza swoimi granicami, a także więcej inwestycji napływało do niej z tzw. krajów trzecich. Nie oznacza to, że integracja rynków finansowych w UE została zakończona. W dalszym ciągu występują pewne bariery przepływu kapitału.

Jak już wcześniej wspomniano – czwartym etapem integracji gospodarczej jest integracja walutowa. Na mocy przyjętego planu Wenera (zakładającego utworzenie w latach 1971–1980 unii ekonomicznej) – zliberalizowano rynek długoterminowych kredytów handlowych i emisję papierów wartościowych oraz wprowadzono od 1 lipca 1990 r. pełną swobodę transakcji kapitałowych.

Utworzenia Europejskiego Systemu Walutowego (ESW), poprzez¹²:

- a) utworzenie w 1972 r. tzw. węża walutowego (tj. pasma wahań walut narodowych wokół kursu centralnego o $\pm 1,115\%$),
- b) powołanie w 1973 r. Europejskiego Funduszu Współpracy Walutowej – było istotnym krokiem do integracji i stabilizacji regionalnych rynków finansowych w Europie. W jego ramach wprowadzono Europejską Jednostkę Walutową – ECU (European Currency Unit), Mechanizm Kursów Walutowych – ERM i mechanizm kredytowy.

Wydarzenia z początku lat 90., częściowo związane z recesją gospodarczą o charakterze cyklicznym, doprowadziły do załamania systemu ERM. Na skutek ataków spekulacyjnych na waluty narodowe doszło do dewaluacji (wrzesień 1992 r.) kursów brytyjskiego funta, włoskiego lira i hiszpańskiej pesety, a Włochy i Wielka Brytania wystąpiły z ERM. W wyniku tego kryzysu Wielka Brytania do dziś pozostaje sceptyczna wobec integracji walutowej.

Kolejnym bardzo ważnym krokiem regionalnej integracji finansowej był Traktat z Maastricht, który uwzględnił m.in. stworzenie Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) w trzech etapach¹³:

- 1) od 1 lipca 1990 r. – liberalizacja przepływów kapitałowych, co miało prowadzić do liberalizacji usług finansowych,

¹² A. Borcuch (2009), *Globalny system pieniężny*, CeDeWu, Warszawa, s. 91.

¹³ Ibidem, s. 92.

- 2) od 1 stycznia 1994 r. – zaczęły działać instytucje UGW: Europejski Instytut Walutowy (pierwotnie Europejski Bank Centralny),
- 3) od 1 stycznia 1999 r. – przekazywanie kompetencji krajowych banków centralnych na rzecz Europejskiego Systemu Banków Centralnych.

Bardzo ważnym etapem integracji europejskich rynków finansowych było wprowadzenie nowej waluty – euro. Po dalszych napięciach na rynkach walutowych rozszerzono (w sierpniu 1993 r.) pasmo wahań kursów do $\pm 15\%$. Nastąpiło to 1 stycznia 1999 r. w odniesieniu do operacji bezgotówkowych, a w formie gotówkowej – 1 stycznia 2002 r.

W maju 1999 r. Komisja Europejska zgłosiła inicjatywy utworzenia wspólnego rynku usług finansowych w celu wsparcia wzrostu gospodarczego, co wpisywało się w realizowaną przez Unię tzw. Strategię Lizbońską.

Tendencje do liberalizacji rynków i pogłębiania integracji zostały zahamowane przez Parlament Europejski w 2006 r., który przyjął tzw. dyrektywę Bolkesteina, znacznie ograniczającą – w stosunku do pierwotnej propozycji Komisji Europejskiej – swobodę wzajemnego dostępu krajów członkowskich UE do ich rynków usług. Uznał on, że tendencje do integracji i rozwoju rynków finansowych, a zwłaszcza wspólna waluta, mają jednak korzystny wpływ na wzrost gospodarczy. Również Komisja Europejska (2006) wskazuje, że należy przyspieszyć proces integracji rynków finansowych. Zauważa przy tym, że dzięki temu złagodzi się wpływ wstrząsów ekonomicznych (szoków zewnętrznych, ale również cyklicznych recesji) na dochody i krajowe rynki kredytowe.

Przyjmuje się, że integracja rynków finansowych w UE pozwoli – poprzez ich efektywniejsze funkcjonowanie – na przyspieszenie rozwoju Unii i szybsze doganianie Stanów Zjednoczonych (co jest zgodne z celami Strategii Lizbońskiej). Pomoże w tym wykorzystanie efektów skali, zwiększenie dostępu – przede wszystkim dużych przedsiębiorstw – do tańszego finansowania swoich inwestycji poprzez rynki kapitałowe. Korzystać na tym będą przede wszystkim kraje, które są w strefie euro.

Wspólna polityka pieniężna spowodowała w pierwszej kolejności integrację niezabezpieczonych wcześniej segmentów rynku pieniężnego, głównie rynku międzybankowego i rynku krótkookresowych instrumentów pochodnych. Następnie integracji poddały się zabezpieczone segmenty rynku pieniężnego, tj. rynek repo i rynki krótkookresowych zastawów (*securities*). Dzięki wprowadzeniu euro gwałtownie zaczął się rozwijać rynek obligacji, zwłaszcza w segmencie prywatnym (emisja obligacji denominowanych w euro przez prywatne przedsiębiorstwa). W strefie euro również wzrosła integracja rynków giełdowych, a także doszło do wielu fuzji o wysokiej wartości.

Istotnym krokiem na drodze do dalszego rozwoju rynków finansowych w Europie była podpisana w Strasburgu 4 lipca rezolucja Parlamentu Europejskiego

w sprawie większej konsolidacji usług finansowych (2006/2081(INI)). Rezolucja ta kończy w zasadzie okres stabilności finansowej w Europie i prac z tym związanych. Począwszy od 2007 roku – aż do chwili obecnej trwa destabilizacja rynków finansowych na świecie, ale przede wszystkim w Europie – zapoczątkowana kryzysem światowym.

Strefa euro przeżywa gigantyczne trudności, a obecny kryzys, w którym się znajduje zagraża długoterminowemu powodzeniu tego ambitnego projektu, ale nie ma jednoznacznej opinii co do przyczyn tego stanu rzeczy.

W okolicznościowym raporcie „EMU@10” Komisja Europejska za największe sukcesy działania strefy euro uznaje samo relatywnie skuteczne przestrzeganie kryteriów określonych w Pakcie Stabilizacji i Wzrostu (PSW)¹⁴. W wypadku strefy euro można mieć poważne wątpliwości co do jej optymalnego charakteru. Pogłębia to zatem tendencje odśrodkowe w strefie, powiększane jeszcze przez defekty instytucjonalne. Wynikiem tego jest stale rosnący koszt funkcjonowania strefy i w strefie. Można wymienić następujące – tego stanu rzeczy – przyczyny¹⁵:

- Po pierwsze, ramy prawne strefy euro operują kategoriami makroekonomicznymi, podczas gdy teoria ma charakter mikroekonomiczny.
- Po drugie, istnieje bardzo różny stopień integracji handlowej, który sprawia, że z wielkim trudem można nazwać strefę euro strefą w pełni zintegrowaną. O ile bowiem przepływ towarów odbywa się w UE właściwie w pełni swobodnie (poza pewnymi sektorami transportu, gdzie wciąż używa się prawnych barier homologacyjnych i certyfikacyjnych), o tyle rynek usług, stanowiący przecież do 70% PKB poszczególnych krajów, jest w praktyce rynkiem wciąż niezintegrowanym.
- Po trzecie, nie istnieje żadna możliwość przeciwdziałania olbrzymim nierównowagom handlowym pomiędzy poszczególnymi krajami – nie można zapobiegać ich powstawaniu ani reagować, gdy już powstaną. Nie ma tu zatem do czynienia z asymetrycznymi szokami – ich koszt jest stały w czasie i raczej nie doprowadziłyby ostatecznie do upadku strefy – ale raczej z asymetrycznymi trendami¹⁶. W ciągu ostatniej dekady kraje strefy euro powoli, ale konsekwentnie „rozjeżdżały się” (dekonwergowały), w kwestii poziomu inflacji, wzrostu, dyscypliny fiskalnej i konkurencyjności. Jedne miały średnio ok. 2% inflacji, inne 4%. Jedne zbudowały nadwyżki handlowe, inne coraz bardziej zadłużały się wobec reszty świata. Jedne utrzymywały równowagę bu-

¹⁴ EMU@10. (2008), *Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union*, European Economy No. 2.

¹⁵ G. Saint-Paul (2010), *Is the euro a failure?*, voxEU.org, May 5th.

¹⁶ Ibidem.

dżetową, inne pozwalały zadłużeniu rosnać – uciekając się nawet do oszustw (Grecja). Te rozbieżności brały się z różnych wyborów polityki, innych instytucji i innych kultur. Co więcej, wspólna waluta, wbrew oczekiwaniom tych, którzy myśleli, że sztywny gorset przymusi kraje do powolnego realnego „zbiegania się” gospodarek, zmusiła je do czegoś przeciwnego.

- Po czwarte, nie wypracowano żadnego sposobu reakcji na zdecydowanie nadmierną konsumpcję kredytu w sektorze prywatnym, wywołaną kombinacją tego, co Keynes nazywał „duchami zwierzęcymi” (*animal spirits*) i dostępnością kredytu bankowego. Banki irlandzkie, francuskie, hiszpańskie i włoskie agresywnie zwiększały portfel kredytów. Aktywa banków irlandzkich liczone jako procent PKB zwiększyły się z 360% w 2001 r. do 705% w roku 2007. Analogiczne były wzrosty we Francji – z 229% do 373%, Włoszech – ze 148% do 220% i Hiszpanii ze 177% do 280%¹⁷.

Kryzys w sferze fiskalnej ma cztery przyczyny, które w większości sprowadzają się do błędów w polityce fiskalnej lub regulacyjnej państwa. Pierwszą jest silnie procykliczna polityka budżetowa w czasie koniunktury, pomiędzy pęknięciem giełdowej bańki na rynku „dot-com” w 2000 r. a finansowym kryzysem w krajach północnego Atlantyku. Drugą są bezpośrednie finansowe koszty reanimacji systemu finansowego, poczynając od upadku Northern Rock we wrześniu 2007 r, przez renacjonalizację funduszy gwarancyjnych Fannie and Freddie we wrześniu 2008 r., niewypłacalność Lehman Brothers 16 sierpnia 2008 r. oraz decyzji o upaństwowieniu ubezpieczalni AIG. Wynikła z tego recesja jest trzecią przyczyną. Osłabiła ona dochody podatkowe i zwiększyła wydatki na tzw. cykliczne i automatyczne stabilizatory (takie jak zasiłek dla bezrobotnych). Czwartą przyczyną jest pęknięcie baniek na rynkach nieruchomości oraz normalizacja wynagrodzeń w sektorze finansowym (tzw. bonusy), które w krajach o znacznym udziale sektora budowlanego i finansowego w PKB spowodują redukcję dochodów państwa i co za tym idzie, powiększą strukturalny pierwotny (tzn. przed uwzględnieniem kosztów obsługi długu) deficyt finansów publicznych¹⁸.

Poważny kryzys, który dotknął strefę euro wyraźnie uwidoczniał różne stanowiska co do prowadzenia polityki gospodarczej przez należące do niej państwa. Łatwo zauważyć, że zróżnicowanie gospodarcze w poszczególnych krajach Unii, zbyt mały poziom integracji i nadmierne zadłużenie doprowadziły do sytuacji, w której takie kraje, jak: Grecja, Portugalia, Hiszpania, Cypr, Irlandia, Węgry, Włochy i Francja borykają się obecnie z poważnymi problemami gospodarczymi.

¹⁷ Ibidem.

¹⁸ B. Rahbari (2010), *Greece and the fiscal crisis in the Eurozone*, CEPR Policy Insight No. 51, October 2.

Hiszpania i Portugalia mogą być zmuszone zaoferować inwestorom rekordowe odsetki, aby sprzedać swoje obligacje. Muszą one przekonać inwestorów, że będą w stanie finansować swoje funkcjonowanie bez unijnej pomocy lub „zarażania” Cypru (upadek tej niewielkiej gospodarki może być kolejnym poważnym wstrząsem dla całej strefy euro. Problemem są – podobnie jak w przypadku Irlandii – banki, których zobowiązania aż siedmiokrotnie przekraczają cyprijski PKB – z pozyskaniem rynkowego finansowania.

Obecna sytuacja gospodarcza i ekonomiczna Grecji wymusza na niej przeforsowanie i kontynuację serii bardzo niepopularnych reform – szczególnie w zakresie: ubezpieczeń emerytalnych, rynku pracy oraz konieczności przeprowadzenia prywatyzacji, w przeciwnym razie rozmowy z trójką utkną w martwym punkcie i Grecja nie otrzyma w porę kolejnej transzy pomocy. Strach przed wystąpieniem Grecji z europejskiej unii walutowej spowodował już, jak wynika z danych banku centralnego, odpływ z kraju ponad 62 miliardów euro w ciągu ostatnich dwóch lat. Dla przykładu tylko we wrześniu i październiku 2011 roku firmy i klienci prywatni wycofali z greckich banków ponad 14 mld euro.

Niepokój budzi również sytuacja na Węgrzech. Pod koniec zeszłego roku Węgry zwróciły się do Unii Europejskiej i MFW o kredyty ratunkowe. Rozmowy na ten temat załamały się jednak za sprawą uchwalonych na Węgrzech ustaw, mogących zagrozić niezależności banku centralnego tego kraju.

1 stycznia 2012 r. przestała istnieć Republika Węgierska. Na mapie zmian nie ma, ale w mentalności węgierskiej to ważna cezura. Zmiana nazwy państwa następuje w wyniku przyjęcia nowej konstytucji oraz blisko 30 ustaw okołokonstytucyjnych, które zasadniczo zmieniają ustrój polityczny i gospodarczy państwa. Duże obawy budzi zakres postępowania w sprawie naruszenia stosowania artykułu 7 Traktatu UE – co może zakładać nawet zawieszenie prawa głosu Węgier w Radzie Unii Europejskiej. Dodatkowo obawy budzi dyskusyjna niezależność banku centralnego, obowiązkowe wcześniejsze emerytury dla sędziów i prokuratorów (w wieku 62 lat zamiast w wieku 70 lat) oraz niezależność krajowych instytucji ochrony danych. Dodatkowo biorąc pod uwagę bardzo duże problemy ekonomiczne, jakie występują na Węgrzech – sytuacja w tym kraju budzi bardzo duże obawy Unii Europejskiej.

Po Moody's i Standard & Poor's, w dniu 5.01.2012 także Fitch obniżył rating Węgier do poziomu „śmieciowego” BB+, z perspektywą negatywną. Agencja uzasadniła swoją decyzję impasem między Budapesztem a UE i Międzynarodowym Funduszem Walutowym (MFW) w sprawie pomocy finansowej dla Węgier. Obniżenie ratingu Węgier było spowodowane także „dalszymi niekonwencjonalnymi” działaniami Budapesztu w dziedzinie polityki gospodarczej, które „podważają zaufanie inwestorów i komplikują zawarcie porozumienia z MFW i UE.

Europa zakończyła rok 2011 serią spotkań na szczycie, podczas których padło wiele śmiałych obietnic o zacieśnieniu więzów i jeszcze ściślejszym zintegrowaniu budżetów państw UE. Przywódcy unijni oficjalnie jednak nie zwiększyli wpływów Europejskiego Banku Centralnego, który rozwiązanie obecnego kryzysu w strefie euro powinien zacząć od skupu obligacji rządowych. To jeden z powodów, dla których Włochy, Hiszpania i inne kraje w podobnym położeniu muszą liczyć się ze wzrostem kosztów zadłużenia, co dodatkowo utrudni im walkę z obecnymi problemami. Europejskie rządy przyjęły plany drastycznych cięć budżetowych, a to zapewne gwałtownie spowolni gospodarki, które już w 2011 roku znalazły się na skraju recesji.

4.3. Brak bezpieczeństwa finansowego w Europie a jego „mitygacja”

Stabilność finansową definiuje się jako brak zagrożenia wystąpienia kryzysu finansowego. Przez kryzys finansowy rozumie się najczęściej pojawienie się silnych zakłóceń w systemie pośrednictwa finansowego, powodujących zaburzenia w realnej sferze gospodarki. Kryzys finansowy jest następstwem załamania się zaufania do stabilności całego systemu finansowego gospodarki lub jego poszczególnych elementów. Może on dotyczyć wypłacalności banków, stabilności cen na rynkach akcji i rynkach nieruchomości lub możliwości zachowania przez dany kraj równowagi w bilansie płatniczym. Kryzysy finansowe mogą mieć postać paniki bankowej, załamania cen na rynkach akcji i rynkach nieruchomości lub kryzysów walutowych. O zagrożeniach dla stabilności systemu finansowego można mówić wówczas, gdy wielkość strat, jakie mogą ponieść instytucje finansowe w danym kraju w następstwie nieoczekiwanego pogorszenia się sytuacji w jego gospodarce, zaczyna być duża w stosunku do posiadanych przez nie kapitałów, co wiąże się z ryzykiem ich niewypłacalności.

Ostatni kryzys na rynku finansowym wywołał wiele dyskusji na temat bezpieczeństwa rynku, właściwego jego funkcjonowania i odporności na sytuacje kryzysowe w przyszłości. Doświadczenia ostatnich miesięcy związane z kryzysem na rynku kredytów hipotecznych, którego skutki odczuły także największe europejskie instytucje kredytowe, ukazały słabość obecnych rozwiązań w zakresie nadzoru nad sektorem finansowym, a także zabezpieczeń stabilności systemu bankowego i rynku finansowego, w obliczu postępującej integracji europejskiego rynku finansowego oraz globalizacji i integracji rynków finansowych w skali światowej.

Dobrze funkcjonujący rynek finansowy powinien być stabilny i przejrzysty oraz zapewniać bezpieczeństwo i ochronę interesów jego uczestników. Te cele i zadania są określone w wielu aktach prawnych, a ich realizacja została powie-

rzona wielu instytucjom. Całokształt takich rozwiązań instytucjonalnych i regulacji prawnych mających na celu ochronę systemu finansowego przed destabilizacją określane są mianem sieci bezpieczeństwa finansowego (*Financial Safety Net*), którego ogniwa stanowią bank centralny, nadzór nad rynkiem finansowym oraz systemy gwarancyjne.

Procesy globalizacji, liberalizacji i deregulacji zachodzące na światowych rynkach finansowych, wraz z towarzyszącym im postępem technologicznym, wpłynęły na uznanie stabilności systemu finansowego rozumianej jako stan, w którym pełni on swoje funkcje w sposób ciągły i efektywny, nawet w przypadku wystąpienia nieoczekiwanych i niekorzystnych zaburzeń o znacznej skali, za dobro publiczne podlegające ochronie prawnej. Szczególne znaczenie dla zachowania stabilności systemu finansowego ma utrzymanie stabilności systemu bankowego, z tych powodów szczególnie duży nacisk kładzie się na analizę i ocenę stabilności banków, gdyż jak się okazało, sporo z nich posiada niewystarczające zabezpieczenia przed utratą płynności.

Ostatni kryzys wykazał, że wiele banków, zwłaszcza prowadzących działalność transgraniczną i międzynarodową, nie posiada wystarczających zabezpieczeń przed utratą płynności, stąd też powstała konieczność wzmocnienia globalnego kapitału, płynności banków i adekwatności kapitałowej w celu poprawy zdolności sektora bankowego do absorpcji wstrząsów wynikających ze stresu finansowego i gospodarczego. Wywołało to dyskusję nad koniecznością przeprowadzenia kompleksowego pakietu reform, także w aspekcie globalnym, zmierzających do wzmocnienia systemu regulacji finansowych w tym zakresie¹⁹.

Kryzysy finansowe, które wystąpiły na przestrzeni ostatnich lat zarówno w krajach wysoko rozwiniętych, jak i zaliczanych do tzw. rynków wschodzących (*emerging markets*) oraz bardzo silny kryzys w strefie euro, ujawniły potrzebę zapewnienia bezpieczeństwa na rynkach finansowych (*Financial Safety*) i budowy nowej międzynarodowej architektury finansowej (*new international financial architecture*) określanej także mianem nowego międzynarodowego krajobrazu finansowego (*new international financial landscape*). Przez nową architekturę finansową rozumie się instytucje, zasady, reguły, polityki i procedury związane z zapobieganiem i rozwiązywaniem kryzysów finansowych²⁰. Procesy globalizacji, liberalizacji i deregulacji zachodzące na światowych rynkach fi-

¹⁹ E. Fojcik-Mastalska (2010), *Bezpieczeństwo rynku finansowego*, Monografie Uniwersytetu Wrocławskiego nr 6, Wrocław, s. 7–8.

²⁰ M. Goldstein (2000), *Strengthening the International Financial Architecture: Where Do We Stand?*, Peterson Institute Working Paper 2000, No. WP00–8, Washington 2000, <http://www.petersoninstitute.org>, [dostęp 5.01.2012]; także M. Giovanoli (2000), *A New Architecture for the Global Financial Market: Legal Aspects of International Financial Standard Setting*, [w:] *International Monetary Law. Issues for the New Millennium*, M. Giovanoli (red.), Oxford, s. 9.

nansowych, wraz z towarzyszącym im postępowaniem technologicznym, wpłynęły na uznanie stabilności finansowej za dobro publiczne, podlegające ochronie prawnej. Stanowi ona w powszechnym obecnie przekonaniu warunek konieczny dla wzrostu gospodarczego, stabilności cen i wysokiej pozycji kraju na arenie międzynarodowej. Współcześnie stabilności finansowej przyznaje się tak na szczeblu krajowym, jak i międzynarodowym istotny priorytet, co znajduje wyraz w instytucjonalizacji sieci bezpieczeństwa finansowego jako ważnej konstrukcji w systemie funkcjonowania państwa i jego gospodarki. Sieć bezpieczeństwa finansowego jest w praktyce zespołem rozwiązań instytucjonalnych i regulacyjnych służących zapewnieniu stabilności rynku finansowego i na jej bazie obecnie tworzona jest nowa architektura bezpieczeństwa regionalnego w Europie.

Działania w kierunku stabilizacji systemu finansowego w Europie można podzielić na: mitygację na poziomie gospodarek narodowych oraz Unii Europejskiej. W większości państw koordynacja działań antykryzysowych przybrała formułę pakietu, zwanego również planem lub programem.

[Belgia] Podczas unijnego szczytu w Brukseli w dniach 11–12 grudnia 2008 r. rząd belgijski zaprezentował główne elementy planu łagodzenia skutków zaistniałego kryzysu, zabezpieczenia się przed jego eskalacją oraz pobudzenia gospodarki belgijskiej. Główne cele tego planu to walka z kryzysem bankowo-finansowym, stworzenie instrumentów umożliwiających trwały rozwój ekonomiczno-społeczny, wspieranie przedsiębiorczości, uzdrowienie finansów publicznych.

[Bułgaria] W dniu 30 stycznia 2009 r. został ogłoszony plan premiera Staniżewa. Dokument pomyślany został jako swoisty „szczegółowy rozkład jazdy, zapewniający wsparcie dla gospodarki bułgarskiej i ochronę narodu bułgarskiego w okresie globalnego kryzysu gospodarczego”. Podstawowym celem planu jest stworzenie bodźców ekonomicznych do utrzymania rozwoju gospodarki i utrzymania przyjaznego klimatu otoczenia biznesu. Założono zwiększenie wydatków kapitałowych na każdy sektor gospodarki o dodatkowe 5,6 mld lewów (ok. 12 mld zł). Przewidziano również dodatkowy program inwestycyjny w wysokości 0,7 mld lewów (ok. 1,5 mld zł) w przypadku zahamowania działalności gospodarczej lub zwiększenia deficytu handlu zagranicznego.

[Chorwacja] Na posiedzeniu rządu 26 lutego br. został przyjęty pakiet antykryzysowy, w którym najważniejszym rozwiązaniem jest korekta budżetu mająca na celu możliwie największe zrównoważenie wydatków z przychodami, przy założeniu deficytu poniżej 1%. Zaoszczędzone środki będą wykorzystane na finansowanie rozwiązań antykryzysowych.

[Czechy] W dniu 9 lutego 2009 r. podano do publicznej wiadomości założenia planu antykryzysowego opracowanego przez Narodową Radę Ekonomiczną Rządu. Plan zakładał, że spadek gospodarczy Czech w 2009 r. może wynieść nawet 2% i może być związany ze znacznym obniżeniem poziomu za-

trudnienia oraz wzrostem deficytu budżetowego nawet powyżej 100 mld CZK (ok. 16 mld zł), zamiast planowanych 74 mld CZK (ok. 12 mld zł). Na działania antykryzysowe rząd zamierzał wydać 2% PKB, tj. ok. 75 mld CZK. Ogółem plan antykryzysowy obejmuje 32 działania w 7 grupach tematycznych.

[Hiszpania] Silne spowolnienie aktywności gospodarczej, jakie dotknęło Hiszpanię w 2008 r., zmusiło rząd do opracowania działań antykryzysowych w postaci Planu Pobudzenia Gospodarki i Zatrudnienia na lata 2008–2010, tzw. Plan E (przyjęty przez rząd premiera Zapatero 27 listopada 2008 r.). Plan był ukierunkowany na zwiększenie wydatków publicznych, w tym szczególnie na roboty publiczne. Plan E podzielony został na cztery główne obszary: wsparcie dla gospodarstw domowych i przedsiębiorców, pobudzenie zatrudnienia, wsparcie dla systemu finansowego oraz reformy strukturalne w celu modernizacji gospodarki hiszpańskiej.

[Irlandia] W celu wzmocnienia efektywności i konkurencyjności gospodarki irlandzkiej oraz uporządkowania i stabilizacji finansów publicznych minister finansów zaproponował zmiany, które zawarto w ustawie finansowej nr 2, 2008. Ustawa ta podkreśla potrzebę wsparcia sektora przedsiębiorczości poprzez rozwój gospodarki opartej na wiedzy. Mają temu służyć m.in. ułatwienia podatkowe w odniesieniu do nowo zakładanych przedsiębiorstw oraz działań w zakresie badań i rozwoju. Zaproponowane w ustawie instrumenty dotyczą w głównej mierze sfery realnej gospodarki (*productive sector*). Rozwiązania przewidziane w ustawie mają zapewnić równowagę pomiędzy potrzebą ochrony osób z najniższymi dochodami, koniecznością przywrócenia stabilności finansów publicznych a jednocześnie umożliwić ukierunkowane wsparcie przedsiębiorczości w celu przywrócenia wzrostu gospodarczego.

[Litwa] W dniu 6 lutego 2009 r. rząd zaprezentował projekt Programu wsparcia gospodarki. Ogólna wartość programu ma wynosić 4 mld LTL (ok. 4,8 mld zł), dodatkowe 2 mld LTL (ok. 3,2 mld zł) mają trafić wskutek przyśpieszenia wykorzystania funduszy unijnych. Środki na wsparcie gospodarki będą pochodzić z trzech źródeł: środki unijne, pożyczka z Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI) oraz środki budżetowe, w tym ok. 100–300 mln LTL (160–480 mln zł) z programów inwestycyjnych Ministerstwa Gospodarki.

[Portugalia] W styczniu 2009 r. rząd portugalski przedstawił zrewidowany Pakt Stabilizacji i Wzrostu, uwzględniający efekty światowego kryzysu gospodarczego. Dokument ma na celu uruchomienie działań wspierających sektor finansowy i gospodarkę jako całość, w szczególności promocję zatrudnienia. Pakt uwzględnia dwie inicjatywy wpisane w europejski plan odbudowy gospodarczej. Pierwsza ma służyć wsparciu inwestycji i zatrudnienia. Przewiduje ulgi podatkowe dla posiadaczy kredytów mieszkaniowych, małych i średnich przedsiębiorstw tworzących miejsca pracy oraz inwestycje publiczne. Druga inicjatywa,

na rzecz stabilizacji finansowej, obejmuje gwarancje rządowe dla bankowych pożyczek zagranicznych oraz depozytów.

[Szwecja] Rząd szwedzki przedstawił plan stabilizacyjny w październiku 2008 r. Do głównych założeń dokumentu należy: zapewnienie stabilności systemu finansowego poprzez przywrócenie zaufania do systemu bankowego oraz poprawa dostępności kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Plan został przyjęty w postaci dokumentu Ministerstwa Finansów. Działania podjęte przez rząd szwedzki odnoszą się głównie do wypłacalności i płynności banków, ale obejmują również gospodarstwa domowe i korporacje finansowe oraz działania wspierające aktywność gospodarczą²¹.

[Polska] Na tle innych państw Polska jest krajem dotychczas stosunkowo słabo dotkniętym przejawami kryzysu, jego źródła mają bowiem charakter zewnętrzny, a jego skutki nie są odczuwane tak silnie, jak w przypadku państw, których gospodarki są ściślej powiązane z gospodarką amerykańską i jej sektorem bankowo-finansowym. W działaniach antykryzysowych rządu RP należy łączyć cele krótkookresowe, nakierowane na pobudzenie koniunktury gospodarczej, z celami strategicznymi, pozwalającymi zmieniać strukturę gospodarki i przez to poprawić konkurencyjność Polski w długim okresie. Uwzględniając doświadczenia, wynikające z analizy działań podejmowanych w innych państwach, warto rozważyć wdrożenie następujących rozwiązań:

- zabezpieczenie gospodarki przed nadmiernym odpływem kapitału, w tym wprowadzenie zachęt do reinwestowania zysków w Polsce (np. abolicja podatkowa),
- stworzenie prorozwojowego planu inwestycji rządowych (skorelowanego z planami inwestycyjnymi samorządów) w obszarze infrastruktury i transportu,
- wspieranie sektora małych i średnich przedsiębiorstw, szczególnie poprzez zmniejszenie ich obciążenia fiskalnego (np. zniesienie opodatkowania nowych inwestycji do określonej kwoty) oraz pobudzenie akcji kredytowej dla MŚP rozpoczynających działalność gospodarczą oraz podejmujących nowe inwestycje,
- dokonanie przeglądu wydatkowania środków unijnych pod kątem zmniejszenia w wyniku kryzysu gospodarczego sytuacji gospodarczej (przeгляд procedur i kryteriów, identyfikacja barier w wykorzystaniu funduszy),
- określenie polityki rządu wobec państwowych funduszy majątkowych oraz ustanowienie krajowego państwowego funduszu majątkowego w celu stabilizacji budżetu²².

Wymienione powyżej przykłady planów reformujących poszczególne gospodarki nie przyniosły oczekiwanych rezultatów, z uwagi na fakt braku skuteczności w ich egzekwowaniu przez poszczególne kraje.

²¹ *Działania antykryzysowe* (2009), Ministerstwo Gospodarki, Warszawa, s. 13–15.

²² *Ibidem*, s. 4.