

Urszula Mrzyglód

Uniwersytet Gdański

KSZTAŁTOWANIE SIĘ WSKAŹNIKÓW INTEGRACJI FINANSOWEJ NOWYCH PAŃSTW CZŁONKOWSKICH UNII EUROPEJSKIEJ W WARUNKACH KRYZYSU NA RYNKACH FINANSOWYCH 2007-2009

Streszczenie: Kryzys finansowy, który rozpoczął się w 2007 roku, jest powszechnie uznawany za najgłębsze załamanie globalnej gospodarki w ostatnich dekadach. Celem artykułu jest przedstawienie wybranych wskaźników integracji finansowej w nowych państwach członkowskich Unii Europejskiej. Zaprezentowane dane wskazują na wysoką wrażliwość rynków finansowych gospodarek otwierających się na międzynarodowe przepływy kapitałowe. Bezpośrednim skutkiem załamania na rynkach finansowych był wzrost spreadów na rynku kapitałowym, a w późniejszym czasie zmiany wartości międzynarodowych inwestycji finansowych nowych państw członkowskich. Wydaje się, że pogorszenie wskaźników świadczących o zaawansowaniu procesu integracji było przejściowe, niemniej analiza wszystkich państw członkowskich w następnym okresie jest konieczna.

Słowa kluczowe: integracja, rynki finansowe, rynek kapitałowy, inwestycje portfelowe, kryzys finansowy.

Kryzys finansowy, który rozpoczął się w 2007 roku, jest powszechnie uznawany za najgłębsze załamanie globalnej gospodarki w ostatnich dekadach i porównywany do światowej recesji gospodarczej z lat 1929-1933. Wśród przyczyn załamania sytuacji na rynkach finansowych w latach 2007-2009 wymienia się przede wszystkim: narastanie globalnej nierównowagi płatniczej, politykę niskich stóp procentowych, prowadzoną w krajach wysoko rozwiniętych oraz brak efektywnych regulacji nadzorujących funkcjonowanie systemu finansowego¹. Załamanie to pokazało również, jak duże znaczenie ma ryzyko systemowe, wskazało na wysoką wrażliwość gospodarek otwierających się na międzynarodowe przepływy kapitałowe, a także ujawniło konieczność rozpatrywania integracji rynków finansowych wraz z problemem ich stabilności i bezpieczeństwa.

W literaturze przedmiotu wśród głównych korzyści procesu integracji rynków finansowych wymienia się przede wszystkim: wygładzenie konsumpcji i zwiększe-

¹ Szerzej na temat przyczyn kryzysu: [Polska wobec kryzysu... 2009].

nie dobrobytu społeczeństwa poprzez dzielenie ryzyka na rynkach finansowych (*risk sharing*), wspieranie krajowych inwestycji i wzrostu gospodarczego², poprawienie efektywności i stabilności sektora bankowego oraz poprawienie dyscypliny makroekonomicznej. Z drugiej strony, integracja finansowa może prowadzić do wystąpienia szeregu niekorzystnych zjawisk, tj.: koncentracji przepływów do wybranej grupy krajów (szczególnie dotyczy to krajów wysoko rozwiniętych), wrażliwości stabilności makroekonomicznej wynikającej z destabilizującego działania krótkoterminowych przepływów kapitałowych oraz trudności w efektywnej alokacji kapitału [Agenor 2003, s. 1089-1118].

Zdaniem H. Faruqee proces odchodzenia od „finansowej autarkii” na rzecz jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej prowadzi do zwiększenia wzajemnych powiązań finansowych, powoduje wzrost ryzyka zarażania oraz ryzyka systemowego. Pierwsze z nich jest związane z psychologią rynków finansowych, a więc niedoskonałym przepływem informacji, efektem naśladownictwa (*herding*) oraz samospełniającymi się prognozami, które przejawiają się w panicznej wyprzedaży aktywów. Przebieg kryzysu na rynkach finansowych w latach 2007-2009 pokazuje, że doszło do panicznej wyprzedaży aktywów, na co wskazują chociażby napięcia w rachunku finansowym bilansów płatniczych oraz wycofywanie się inwestorów z funduszy inwestycyjnych.

Kryzys ujawnił również wysoki poziom ryzyka systemowego, które jest związane z fundamentalnymi zmianami w sektorze finansowym. Wynikają one przede wszystkim z procesów konsolidacji oraz tworzenia konglomeratów finansowych, które sprzyjają powstawaniu mało przejrzystej struktury systemu finansowego i zmniejszają efektywność nadzoru. Konsolidacja sprzyja także tworzeniu zbyt dużych instytucji finansowych, których działania rynkowe będą zgodne z zasadą *too big to fail*. Tego rodzaju ryzyka w przypadku wystąpienia szoku ekonomicznego przyczyniają się do wystąpienia kryzysu paneuropejskiego. Warto zauważyć, że H. Faruqee wskazuje także, iż kraje doganiające (*catch-up economies*) bardziej rozwinięte gospodarczo państwa członkowskie są narażone na tzw. ryzyko przejściowe. Charakteryzuje się ono nagłym przyspieszeniem akcji kredytowej, związanej ze spadkiem stóp procentowych, która jest wynikiem postępowania procesu integracji [Faruqee 2007, s. 19-40].

W rozumieniu procesów integracji finansowej, należy rozróżnić integrację *de jure*, która odnosi się przez wszystkim do polityki usuwania barier oraz harmonizowania rozwiązań regulacyjnych i instytucjonalnych rynków finansowych, od inte-

² Wpływ integracji finansowej na wzrost gospodarczy i dobrobyt społeczeństwa był przedmiotem wielu analiz. Zakłada się, że integracja finansowa może wpływać na wzrost gospodarczy w ramach kanału bezpośredniego oraz pośredniego. W ramach pierwszego wyróżnia się przede wszystkim: rozwój krajowych systemów finansowych, wzrost oszczędności, niższe koszty kapitału, zwiększone możliwości dywersyfikacji oraz transfer technologii. W ramach drugiego na wzrost oddziałuje nasilenie procesu specjalizacji, presja na przeprowadzenie reform i wzrost akumulacji kapitału [Czarczyńska 2003, s. 309]. Przegląd wyników badań: [Dębski i in. 2007].

gracji *de facto*, wskazującej na rzeczywiste występowanie przepływów kapitałowych pomiędzy gospodarkami. Integracja *de facto* jest równoznaczna z podejmowaniem inwestycji finansowych na rynku wspólnotowym przez poszczególnych jego uczestników.

W analizach empirycznych integracji finansowej stosowanych jest szereg metod, które należą do jednej z czterech grup wskaźników: cenowych, informacyjnych, ilościowych i instytucjonalnych [szerzej: Adam i in. 2002; Baele i in. 2004; Buch 2004, s. 15-38]. Warto podkreślić, że do najczęściej stosowanych miar należą wskaźniki cenowe oraz ilościowe. W pierwszym wypadku wynika to przede wszystkim z szerokiego zastosowania prawa jednej ceny w definiowaniu procesu integracji oraz relatywnie łatwego dostępu do danych. Podstawowym zadaniem wskaźników cenowych jest wskazywanie rozbieżności w cenach, stopach zwrotu i stopach dochodowości w poszczególnych rodzajach aktywów finansowych. Dużym zainteresowaniem cieszą się również wskaźniki ilościowe, które w wymierny sposób pokazują stopień integracji z perspektywy uczestników rynków finansowych. Podkreśla się, że wraz z zaawansowaniem procesu integracji uczestnicy rynków finansowych powinni dokonywać dywersyfikacji własnych inwestycji finansowych (oszczędności) – również w skali międzynarodowej (dywersyfikacja geograficzna) [*European Financial Integration...* 2009, s. 7]. Do najczęściej wykorzystywanych w tej grupie miar należą wielkość emisji zagranicznych instrumentów finansowych na rynku krajowym, otwartość finansowa kraju lub też analiza zjawiska przywiązania inwestorów do rynku lokalnego (*home bias*).

Do najważniejszych autorów badających integrację finansową w oparciu o miary cenowe należą: P.R. Lane, G.M. Milesi-Ferretti ze współautorami. Obszarem ich zainteresowania stały się przekrojowe analizy międzynarodowych pozycji inwestycyjnych. P.R. Lane zwraca uwagę na fakt, że państwa charakteryzujące się wysoką wymianą handlową oraz większymi systemami finansowymi posiadają również znacząco większe pod względem wartości należności i zobowiązania zagraniczne [Lane 1999]. Badania bilateralnych przepływów kapitałowych wskazują przede wszystkim na istotność: rozwiniętej wymiany handlowej pomiędzy krajami, bliskość geograficzną oraz niską asymetrię informacyjną. Większe należności i zobowiązania z tytułu międzynarodowych inwestycji udziałowych są charakterystyczne dla krajów o wyższym PKB *per capita*, które posiadają większe, pod względem kapitalizacji, rynki kapitałowe [Lane, Milesi-Ferretti 2004; 1999; 2006].

Jednym z pierwszych skutków wystąpienia turbulencji na rynkach finansowych było znaczące zwiększenie wariacji stóp procentowych na rynkach pieniężnych krajów członkowskich Unii Europejskiej. Należy podkreślić, że rynek pieniężny stanowił znakomity przykład integracji finansowej do roku 2007 ze względu na wysoką konwergencję stóp procentowych, szczególnie w strefie euro. W roku 2008, charakteryzującym się silnym obniżeniem zaufania na rynkach finansowych, nawet na rynku pieniężnym unii monetarnej, który to rynek stanowią transakcje pomiędzy najwiarygodniejszymi instytucjami finansowymi, doszło do nagłego i silnego wzrostu

wariancji stóp procentowych, zarówno w segmencie transakcji zabezpieczonych repo, jak i transakcji niezabezpieczonych. Za przyczyny tego zjawiska należy uznać wzrost ryzyka kredytowego związanego z partnerem transakcji, w szczególności zaś zjawisko to dotyczyło transakcji transgranicznych i w konsekwencji doprowadziło do okresów bardzo niskiej płynności na rynku pieniężnym [*European Financial Integration... 2009*, s. 7-8].

Na rynkach finansowych Unii Europejskiej nastąpiło też zjawisko okresowego wzrostu przywiązania do krajowego rynku finansowego – *home bias*, które było wynikiem wzrostu awersji do ryzyka dla transakcji transgranicznych. Na rynku transakcji niezabezpieczonych doszło do silniejszego wycofania się inwestorów niż w przypadku transakcji repo. Ponadto w krajach należących do strefy euro zjawisko nasilenia *home bias* nie było tak duże, na co z pewnością miała wpływ większa wiarygodność kredytowa krajów, a także brak ryzyka walutowego dla inwestorów, które jest istotną składową stopy zwrotu z inwestycji zagranicznej³.

Również na rynku kapitałowym w roku 2008 doszło do pogorszenia wskaźników integracji finansowej poprzez wzrost wariancji stopy zwrotu w segmencie udziałowych papierów wartościowych⁴ oraz wzrostu spreadów na rynku papierów dłużnych w stosunku do benchmarkowej krzywej dochodowości obligacji rządu Niemiec. Kryzys ujawnił wysoką wrażliwość rynku kapitałowego na globalne szoki i spowodował okresowy wzrost przywiązania inwestorów do narodowego rynku finansowego, ale należy oczekiwać, że proces ten nieco silniej dotyczy segmentu papierów udziałowych niż wierzyielskich [*European Financial Integration... 2009*, s. 10].

1. Konsekwencje kryzysu dla procesu integracji nowych państw członkowskich Unii Europejskiej

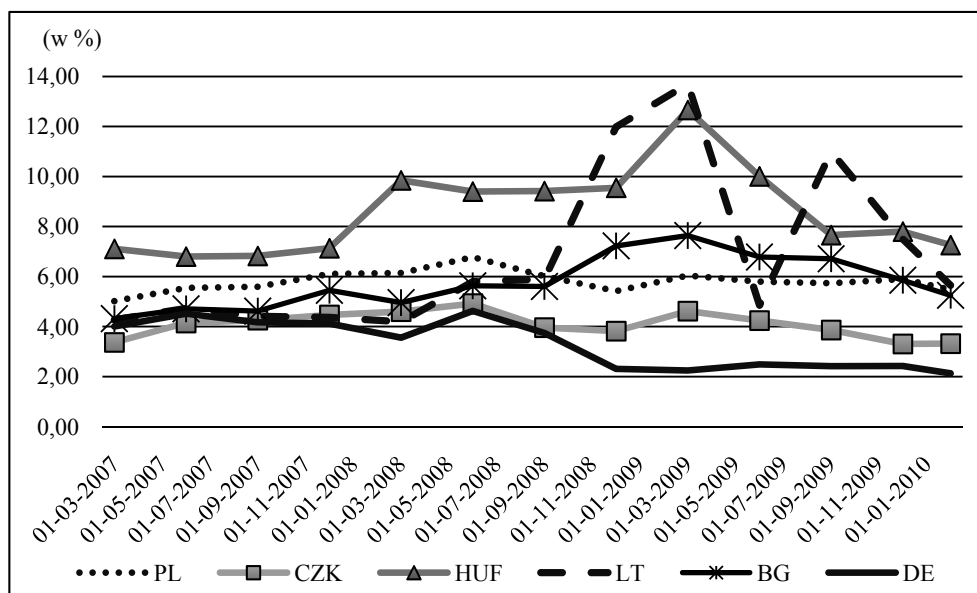
Rozszerzenia Unii Europejskiej pozwoliły na włączenie się 12 krajów transformacji gospodarczej do struktur rynku wewnętrznego, w tym również finansowego, i otworzyło im drogę do korzystania z jego potencjału. Wiadomo, że późniejsze przystąpienie do ugrupowania integracyjnego powinno skutkować mniejszym zaawansowaniem procesu integracji rynków finansowych. Rzeczywiście, szereg analiz empirycznych wskazuje na relatywnie słaby poziom integracji tej grupy krajów w porównaniu z państwami tzw. starej piętnastki (UE-15), także przed wystąpieniem zaburzeń na rynkach finansowych w roku 2007. Warto jednak podkreślić, że wraz z ogłoszeniem daty wejścia do UE w roku 2001 nowe państwa członkowskie doświadczyły gwałtownego wzrostu cen papierów wartościowych notowanych na rynku giełdowym. Proces ten potwierdza prawidłowy efekt poprawy wyceny (obniżenia poziomu ryzyka) badanych krajów akcesyjnych przez inwestorów⁵.

³ Szerzej model ICAPM: [Solnik, McLeavey 2004, s. 143-144; Jajuga, Jajuga 2006, s. 248].

⁴ Należy podkreślić, że rynek udziałowych papierów wartościowych należy do najsłabiej zintegrowanych rynków finansowych Unii Europejskiej.

⁵ Zjawisko to było przedmiotem analizy Dvoraka i Podpiery (zob. [Dvorak, Podpiera 2005]).

Analizy cenowych wskaźników integracji rynków kapitałowych, prowadzonych na danych z okresu 2000-2007, pozwalają na potwierdzenie występowania przynajmniej częściowego procesu integracji rynków o największej kapitalizacji rynku akcji i obligacji w tej grupie krajów. Niemniej, podobnie jak w przypadku państw UE-15, proces integracji rynków kapitałowych jest zdecydowanie mniej zaawansowany w porównaniu z rynkami pieniężnymi [szerzej: Capiello i in. 2006, s. 455-465; Baltzer i in. 2008].



Rys. 1. Rentowność (YTM) 5-letnich obligacji benchmarkowych wybranych krajów w latach 2007-2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisu Thomson Reuters, udostępnionych na podstawie umowy o współpracy między Uniwersytetem Gdańskim a firmą Thomson Reuters.

Na rysunku 1 zaprezentowano rentowność pięcioletnich obligacji benchmarkowych Polski, Czech, Węgier, Litwy oraz Bułgarii w okresie marzec 2007 – styczeń 2010 roku. Wykres prezentuje również rentowność niemieckich obligacji, które stanowią dla rynku europejskiego punkt odniesienia przy ustalaniu wielkości spreadów. Dane potwierdzają wysoką zmienność stóp zwrotu w analizowanym czasie. W przypadku Niemiec stopy zwrotu nieco spadły pod koniec roku 2008 i od tego momentu utrzymują się na stabilnym poziomie, co może wskazywać na pełnienie roli *safe haven* przez rynek obligacji niemieckich. Ponadto spośród zaprezentowanych nowych państw członkowskich Unii Europejskiej tylko Czechy nie doświadczyły znaczącego wzrostu stóp zwrotu. Pozostałe kraje doświadczyły bądź okresowych wzrostów, jak w przypadku Polski, lub silnej tendencji wzrostowej – Węgry, Litwa i

Bułgaria. Pozwala to na stwierdzenie, iż w stopach zwrotu został odzwierciedlony wzrost ryzyka kredytowego i gwałtowny spadek zaufania zagranicznych inwestorów do inwestycji w papiery wartościowe poszczególnych państw. Przedstawione dane świadczą o wysokiej wrażliwości na sytuację na międzynarodowych rynkach finansowych, która powoduje, że nawet te kraje, które charakteryzują się relatywnie dobrymi wynikami gospodarczymi, doświadczają okresowego pogorszenia wyceny emitowanych papierów wartościowych⁶.

Spośród ilościowych wskaźników integracji należy zwrócić uwagę na strukturę i wielkość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej. Na podstawie danych z lat 2000-2007 można stwierdzić, że proces integracji finansowej występował i uległ przyspieszeniu także w nowych państwach członkowskich. Stan zaawansowania integracji w tym okresie był jednakże zdecydowanie słabszy niż w krajach UE-15, co ilustrują niższe wartości bezwzględne i relatywne (w proc. PKB) indeksu otwartości finansowej⁷. Dla krajów UE-15 w roku 2007 wartość tego wskaźnika wyniosła 659%, a dla nowych państw członkowskich 194%⁸.

Niższy poziom zaawansowania procesu integracji rynków kapitałowych tej grupy państw potwierdza także mniejsze znaczenie inwestycji portfelowych w strukturze międzynarodowej pozycji inwestycyjnej oraz wartości indeksu otwartości na te inwestycje, który kształtuje się na zdecydowanie niższym poziomie niż w krajach UE-14. Na koniec roku 2007 indeks otwartości na inwestycje portfelowe wyniósł 29,20% PKB i był prawie dziesięciokrotnie mniejszy niż w przypadku krajów UE-14 (291,73% PKB)⁹.

W tabeli 1 zaprezentowano wybrane wartości z międzynarodowej pozycji inwestycyjnej nowych państw członkowskich Unii Europejskiej¹⁰ w latach 2007-2009. Należy zauważyć, że w 2008 roku doszło do okresowego odwrócenia rosnącego trendu indeksu otwartości finansowej, także w przypadku inwestycji portfelowych. W efekcie wartości obydwu indeksów uległy obniżeniu. Trzeba pamiętać, że na wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej wpływają zarówno transakcje, które zostały przeprowadzone w danym roku, jak i warunki wyceny.

W roku 2008 warunki wyceny były zdecydowanie gorsze niż w roku 2007, co potwierdzają dane dotyczące kapitalizacji rynków giełdowych nowych państw

⁶ Interesujące opracowanie dotyczące sytuacji na rynku polskich euroobligacji przedstawił R. Płótkarz. Wzrost spreadów i jednoczesny spadek płynności na rynku w trakcie kryzysu finansowego był szczególnie gwałtowny w trakcie apogeum kryzysu w drugiej połowie roku 2008. W rezultacie wiele instytucji poniosło znaczące straty z tytułu inwestycji w te papiery wartościowe, a ponadto zrezygnowano w tym okresie z planowanych emisji euroobligacji (zob. [Płótkarz 2009, s. 137-151]).

⁷ Indeks otwartości finansowej powstaje poprzez przyrównanie wartości międzynarodowej pozycji inwestycyjnej brutto (aktywa i pasywa zagraniczne) do wielkości PKB kraju.

⁸ Obliczenia własne na podstawie *International Financial Statistics* (August 2008) oraz danych udostępnianych przez narodowe banki centralne. Dane dotyczące wielkości PKB pobrano z bazy Eurostat.

⁹ Dane dla UE-14 obliczone bez uwzględnienia państwa Luksemburg.

¹⁰ Analizą nie objęto Malty i Cypru.

Tabela 1. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna i inwestycje portfelowe nowych państw członkowskich Unii Europejskiej w latach 2007-2009* (w proc. PKB)

Lata	Bułgaria	Czechy	Estonia	Litwa	Łotwa	Polska	Rumunia	Słowacja	Słowenia	Węgry
międzynarodowa pozycja inwestycyjna brutto										
2007	226,8	160,1	277,9	147,8	228,7	121,9	102,0	146,3	221,8	316,1
2008	228,9	155,2	267,1	131,9	228,0	100,6	91,7	136,3	216,5	255,9
2009	234,8	177,7	292,4	164,5	283,1	125,5	138,0	159,8	b.d.*	315,9
pozycja brutto w inwestycjach portfelowych										
2007	10,6	35,4	50,8	23,0	14,2	28,1	5,4	20,9	50,0	53,5
2008	8,7	25,4	29,8	16,7	14,2	17,5	4,4	20,8	41,0	45,0
2009	8,8	30,4	40,5	25,7	16,6	23,8	5,4	44,1	b.d.	56,7

* Dane o wartości składowych międzynarodowej pozycji inwestycyjnej za rok 2009 dotyczą III kwartału, z wyjątkiem Rumunii (IV kwartał 2009) oraz Słowacji (II kwartał 2009).

Źródło: obliczenia własne na podstawie *International Financial Statistics* (August 2008) oraz danych udostępnianych przez narodowe banki centralne. Dane wielkości PKB pobrano z bazy Eurostat.

Tabela 2. Dynamika kapitalizacji giełd nowych państw członkowskich Unii Europejskiej w latach 2004-2009 (w proc.*)

Lata	Bułgaria	Czechy	Estonia	Litwa	Łotwa	Polska	Rumunia	Słowacja	Słowenia	Węgry
2004	40,0	76,8	51,9	70,9	18,4	76,8	194,8	47,0	25,7	59,1
2005	57,1	43,0	-35,1	45,9	63,4	52,9	73,6	15,1	-5,9	31,1
2006	162,7	11,7	52,6	11,4	-5,9	42,2	39,9	13,0	71,9	14,9
2007	51,2	38,3	-9,2	-10,8	27,7	27,9	14,9	8,1	71,5	-0,5
2008	45,8	-38,3	-65,8	-62,2	-44,4	-54,8	-73,7	-14,2	-57,1	-57,7
2009	-5,3	5,6	31,8	23,5	12,9	61,3	29,8	-7,5	-0,1	56,8

* Zmiana liczona w stosunku do roku poprzedniego.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych na koniec grudnia każdego roku: FESE Monthly Statistics, Federacja Europejskich Giełd Papierów Wartościowych, OMX Baltic Bulletins, Nasdaq-OMX.

członkowskich (tabela 2), które stanowią pewien wycinek obrazu załamania na rynkach finansowych. Należy podkreślić, że skala obniżenia wartości w międzynarodowej pozycji inwestycyjnej była zdecydowanie większa niż w latach 2001-2002, gdy doszło do załamania rynków kapitałowych z powodu pęknięcia banki internetowej. Wstępne dane za rok 2009 sugerują, że sytuacja ulega ustabilizowaniu, na co wskazują rosnące wartości indeksu otwartości finansowej. Trzeba pamiętać, że w 2009 roku doszło do pogorszenia wartości netto międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, a to oznacza, że rosła przede wszystkim pozycja pasywów zagranicznych w analizowanych krajach.

Interesujących informacji może dostarczyć również analiza miejsca alokacji i źródeł kapitału dla międzynarodowych inwestycji portfelowych nowych państw członkowskich. Ze względu na wielkość opracowania, zdecydowano się na przedstawienie wybranych trzech krajów: Polski, Czech i Estonii, których strukturę inwestycji portfelowych w podziale geograficznym zaprezentowano w tabeli 3.

Tabela 3. Międzynarodowe inwestycje portfelowe Polski, Czech i Estonii według miejsca alokacji oraz źródła kapitału w latach 2006-2008 (w proc.*)

Region/kraj	Polska			Czechy			Estonia		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Aktywa									
UE-15	51,5	63,6	45,5	71,2	74,3	70,0	64,2	66,7	77,8
Nowe państwa członkowskie	9,5	9,4	11,2	7,8	8,5	12,2	17,7	15,1	8,3
USA	16,3	9,0	3,2	6,7	6,5	7,8	6,8	3,9	3,5
Pozostałe kraje świata	22,7	18,0	40,0	14,2	10,7	10,0	11,3	14,2	10,4
Pasywa									
UE-15	73,7	72,0	68,9	74,3	70,0	67,8	90,3	82,4	89,4
Nowe państwa członkowskie	1,8	2,4	2,9	3,7	4,3	4,7	3,6	12,3	5,1
USA	15,4	15,4	12,8	15,5	20,0	16,6	2,7	3,7	3,3
Pozostałe kraje świata	9,2	10,3	15,4	6,5	5,7	10,9	3,4	1,6	2,2

*Dane za rok 2008 są wstępne.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych CPIS, www.imf.org [3.03.2010].

Nowe państwa członkowskie Unii Europejskiej dokonały reorientacji zagranicznych inwestycji portfelowych od momentu wejścia do ugrupowania integracyjnego. W 2006 roku głównym miejscem alokacji dla tej grupy państw były państwa UE-15, w których inwestycje portfelowe stanowiły 55,32% portfela zagranicznych inwestycji portfelowych. Drugi pod względem znaczenia w 2006 roku był rynek finansowy Stanów Zjednoczonych, którego udział w portfelu był równy 9,54%, w dalszej kolejności rynki pozostałych nowych państw UE (5,87%)¹¹.

Podobnie kształtowała się pozycja pasywów w roku 2006, z dominującym znaczeniem państw UE-15 w źródłach kapitału zagranicznych inwestycji portfelowych alokowanych w omawianej grupie nowych państw członkowskich. Kraje UE-15 odpowiadały za 80,96% całości zobowiązań portfelowych na koniec roku 2006¹².

Dane zaprezentowane w tabeli 3 pozwalają na wstępne wysunięcie dwóch wniosków. Po pierwsze, pod względem zmian w strukturze międzynarodowych inwestycji portfelowych w ujęciu geograficznym grupa nowych państw członkowskich UE nie jest jednorodna. Inwestorzy w krajach o większych rynkach kapitałowych, takich jak

¹¹ Obliczenia własne na podstawie danych CPIS, www.imf.org [2.12.2008].

¹² *ibidem*.

Polska, Czechy, dokonali okresowych zmian w alokacji aktywów. Dominujące znaczenie nadal mają rynki finansowe państw UE-15, jednakże ich udział w strukturze inwestycji Polski i Czech nieco się obniżył na rzecz nowych państw członkowskich oraz państw, które nie wchodzą w skład ugrupowania integracyjnego. W przypadku Polski wzrost ten jest szczególnie wyraźny. Z drugiej strony kraje o mniejszych rynkach kapitałowych, których waluty są związane z euro, takiej reorientacji nie przeprowadziły. Natomiast po stronie pasywów zagranicznych obniżenie udziału państw UE-15 w przypadku Polski i Czech nastąpiło wyraźnie mniej zdecydowanie.

Podsumowując, należy podkreślić, że w zależności od przyjętych miar integracji finansowej możliwe jest uzyskanie różnych wskazówek co do kierunku zmian i poziomu zaawansowania tego procesu w krajach Unii Europejskiej w czasie trwania kryzysu, a także obecnie. Bez wątpienia zaburzenia na rynkach finansowych znalazły swoje odzwierciedlenie w zmianach poziomu spreadów kredytowych i wartości międzynarodowych inwestycji finansowych. Można także stwierdzić, że wystąpienie kryzysu na rynkach finansowych w latach 2007-2009 pozwala na wyróżnienie w procesie integracji rynków finansowych UE dwóch etapów. Pierwszy z nich charakteryzuje się stałą poprawą wskaźników potwierdzających postępujący proces integracji finansowej, których poziom był najwyższy w państwach unii monetarnej. Drugi etap rozpoczął się wraz z wystąpieniem zaburzeń na rynkach finansowych i charakteryzuje się nagłą zmianą trendu integracji w fazie kryzysowej, ale przede wszystkim na tym etapie uwaga regulatorów rynków finansowych oraz Komisji Europejskiej została zwrócona na niedoskonałości i zagrożenia procesu integracji. Obecnie wydaje się, że pogorszenie wskaźników świadczących o zaawansowaniu procesu integracji było przejściowe. Niemniej działania, jakie były i są podejmowane w Unii Europejskiej, świadczą o jakościowej zmianie podejścia do problemu integracji rynków finansowych, mianowicie duże znaczenie nadaje się bezpieczeństwu oraz przejrzystości rynków finansowych.

Literatura

- Adam K., Jappelli T., Menichini A., Padula M., Pagano M., *Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Markets Integration in the European Union*, University of Salerno, 28 January 2002.
- Agenor P.R., *Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts*, Blackwell Publishing, Oxford 2003.
- Bale L., Fernando A., Hordáhl P., Krylova E., *Measuring European Financial Integration*, ECB, Occasional Paper 2004, No. 14.
- Baltzer M., Capiello L., de Santis R.A., Manganelli S., *Measuring Financial Integration in the New EU Member States*, ECB, Occasional Paper 2008, No. 81.
- Buch C.M., *Globalization of Financial Markets: Causes of Incomplete Integration and Consequences for Economic Policy*, Springer, Berlin 2004.
- Capiello L., Gerard R., Kadareja A., Manganelli S., *Equity Market Integration of New EU Member States*, [w:] J. Liebscher i in. (red.), *Financial Development, Integration and Stability. Evidence from Central, Eastern and South-Eastern Europe*, Chentelham, Northampton 2006.

- Czarczyńska A., *Wpływ integracji finansowej na dobrobyt*, [w:] J.J. Michałek (red.), *Od liberalizacji do integracji Polski z Unią Europejską. Mechanizmy i skutki gospodarcze*, PWN, Warszawa 2003.
- Dębski W., Bujnowicz I., *Integracja i rozwój rynków kapitałowych a wzrost gospodarczy. Przykład Polski*, [w:] W. Małecki (red.), *Globalizacja rynków finansowych – implikacje dla Polski*, Vizja Press, Warszawa 2007.
- Dvorak T., Podpiera R., *European Union Enlargement and Equity Markets in Accession Countries*, ECB, Working Paper 2005, No. 552.
- European Financial Integration Report 2008*, Commission Staff Working Document SEC (2009) No. 19, European Commission, Brussels, 9.01.2009.
- Faruqee H., *Key Concepts, Benefits and Risks*, [w:] J. Decressin, H. Faruqee, W. Fonteyne (red.), *Integrating Europe's Financial Markets*, IMF, Washington 2007.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje: instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, PWN, Warszawa 2006.
- Lane P.R., *International Investment Positions: A Cross – Sectional Analysis*, Trinity Economic Paper, Technical Paper 1999, No 5.
- Lane P.R., Milesi-Ferretti G.M., *The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries*, IMF, Working Paper 1999, No. 115.
- Lane P.R., Milesi-Ferretti G.M., *The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004*, IMF, Working Paper 2006, No. 69.
- Lane P.R., Milesi-Ferretti G.M., *International Investment Patterns*, IMF, Working Paper 2004, No. 134.
- Płótkarz R., *Rynek polskich euroobligacji w warunkach kryzysu finansowego*, [w:] M. Kalinowski (red.), *Rynki finansowe w warunkach kryzysu*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2009.
- Polska wobec kryzysu finansowego*, NBP, Warszawa 2009.
- Solnik B., McLeavey D., *International Investments*, 5ed., Addison Wesley, Boston – Massachusetts 2004.

THE DEVELOPMENT OF FINANCIAL INTEGRATION INDICATORS IN THE NEW UE MEMBER STATES UNDER THE FINANCIAL MARKET CRISIS 2007-2009

Summary: The financial crisis 2007-2009 is widely regarded as the deepest collapse of the global economy in the recent decades. The article presents selected indicators of financial integration in new EU member states. A high sensitivity of financial markets of the economies that went through the process of opening for international capital flows is recognized. Direct result of the collapse of the financial markets was the increase in spreads in the capital market and changes in the international financial investment of the new member states. It seems that the deterioration of integration indicators is not a long term trend. However, the analysis of all member states in the subsequent periods is necessary.