

MAŁGORZATA GASZ

*Perspektywy regulacji rynku finansowego
w warunkach globalizacji*

Outlook for financial market regulation in a global environment

Słowa kluczowe: rynek finansowy, stabilność, regulacje

Key words: financial market, stability, regulation

Wstęp

Globalny charakter powiązań współczesnych rynków finansowych sprawił, że konsekwencje kryzysu z 2008 r. szybko rozprzestrzeniły się na inne płaszczyzny realnej gospodarki w wielu krajach świata. Jednocześnie kryzys finansowy uwypuklił istotne luki w sferze nadzoru finansowego, tak jeśli chodzi o poszczególne regulacje, jak i w odniesieniu do koncepcji funkcjonowania systemu finansowego jako całości. Stąd konieczne stały się działania zmierzające do budowy nowej architektury systemu finansowego, którego osiłą jest wypracowanie mechanizmów gwarantujących trwałe wzmocnienie stabilności finansowej, oraz identyfikacji szybkiego reagowania na pojawiające się zagrożenia. Celem artykułu jest weryfikacja hipotezy, iż ostatni kryzys finansowy, który zdemaskował niewydolność dotychczasowych regulacji na rynkach finansowych, powinien stać się załóżkiem budowy nowego ładu instytucjonalnego w sferze globalnych finansów. Istotną barierą w realizacji tego zadania są jednak znaczne różnice priorytetów poszczególnych państw w sferze gospodarczej i politycznej. Ograniczają one możliwość utworzenia w krótkiej perspektywie czasowej organizacji bądź instytucji o międzynarodowej skali działania, która miałaby

mandat do sprawowania kontroli nad międzynarodowym systemem finansowym. Projektowana w ramach strefy euro unia bankowa w proponowanym obecnie kształcie wydaje się korzystna jedynie dla niektórych krajów strefy.

1. Globalizacja – szansa czy zagrożenie?

Pod pojęciem globalizacji rynków finansowych rozumieć należy silną współzależność i funkcjonalne powiązanie narodowych rynków walutowych, pieniężnych i kredytowych w jeden globalny rynek finansowy. Zgodnie z podejściem systemowo-funkcjonalnym rynki finansowe, obok instytucji finansowych, prawa finansowego oraz infrastruktury finansowej, stanowią jeden z elementów systemu finansowego. System ten pełni w gospodarce szereg funkcji, wśród których do najważniejszych należy zaliczyć te o charakterze kapitałowo-redystrybucyjnym, monetarnym, rozliczeniowym, dywersyfikacji ryzyka, informacyjnym oraz kontrolnym¹. Sprawnie działający system finansowy umożliwia przedsiębiorstwom, gospodarstwom domowym i rządowi zaspokajanie wszelkich potrzeb związanych z finansową sferą funkcjonowania². System finansowy składa się z dwóch segmentów: rynkowego, w którym kluczową rolę odgrywają podmioty prywatne, oraz publicznego, gdzie zasadnicze funkcje istotne dla funkcjonowania tego systemu spoczywają w gestii władz publicznych³. Bezpieczeństwo rynku finansowego jest kategorią bezpieczeństwa ekonomicznego i ma na celu zapewnienie trwałej stabilności finansowej⁴.

Na przełomie XX i XXI w. dokonujące się przeobrażenia w systemach finansów różnych państw na świecie przyczyniły się do zmiany ich struktury oraz określenia nowej roli systemu finansowego w gospodarce. U podłoża tych zmian leżały zjawiska o charakterze ekonomicznym, politycznym, prawnym, społecznym i technologicznym⁵. Do najważniejszych czynników rozwoju światowego rynku finansowego należy zaliczyć globalizującą się gospodarkę oraz międzynarodową integrację rynków kapitałowych w latach 90. XX w. Wzmacnianiu globalnego rynku finansowego sprzyjały przede wszystkim deregulacja tego rynku oraz jego liberalizacja, postęp technologiczny w dziedzinie telekomunikacji, szybki rozwój bankowości internetowej oraz innowacji finansowych w formie instrumentów pochodnych, organizacja obrotu papierami wartościowymi, osiągnięcia inżynierii finansowej, wzrost zapotrzebowania na informacje finansowe o zasięgu międzynarodowym, nasilenie procesów fuzji i przejęć w skali międzynarodowej, stworzenie ram prawnych ułatwiających funkcjonowanie

¹ K. Zabielski, *Finanse międzynarodowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 256.

² M. Mikita, *Nowa rola rynku finansowego w gospodarce światowej*, [w:] *Globalne rynki finansowe w dobie kryzysu*, J.L. Bednarczyk, S.I. Bukowski, J. Misala (red.), CeDeWu, Warszawa 2009, s. 164.

³ *Ibidem*.

⁴ A. Jurkowska-Zajdler, *Europejski nadzór finansowy. Nowa architektura*, [w:] M. Kalinowski, M. Pro-nobis, *Gospodarka. Nowe perspektywy po kryzysie*, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 27.

⁵ W.L. Jaworski (red.), *Banki w Polsce. Wyzwania i tendencje rozwojowe*, Poltext, Warszawa 2001, s. 13.

i zwiększanie aktywności niebankowych instytucji finansowych oraz pojawienie się inwestorów instytucjonalnych⁶. Umiędzynarodowienie gospodarki i globalny wymiar rynków finansowych sprawiły, że niemal we wszystkich krajach zniesiono kontrolę przepływu kapitału, co – jak pokazał kryzys – sprzyjało ogromnym przepływom kapitału spekulacyjnego⁷. Wspierając liberalizację przepływu towarów i usług, międzynarodowy system finansowy umocnił konkurencję międzynarodową oraz doprowadził do konsolidacji systemów bankowych i efektywniejszej alokacji zasobów. Z drugiej strony zrodził również negatywne konsekwencje dla realnej sfery gospodarki, takie jak powstanie wielkich banków, które mogą zmonopolizować małe rynki krajowe, wykorzystywanie dużego znaczenia prywatnych banków w negocjacjach z rządami, spekulacje na rynkach finansowych, w szczególności walutowych, wzrost ryzyka załamania całego światowego systemu bankowego w wypadku bankructwa dużej instytucji oraz szybkie rozprzestrzenianie się kryzysów finansowych⁸. Niekorzystnie na zachowanie stabilności systemu finansowego wpłynęły także: wzrost międzynarodowej ekspansji instytucji finansowych, będąca efektem postępu technologicznego możliwość szybkiej realizacji inwestycji na rynkach międzynarodowych, wzrost wartości krótkoterminowego kapitału portfelowego, szybki dostęp do informacji oraz rozwój nieregulowanego rynku finansowego sankcjonującego stosowanie mało przejrzystych i ryzykownych instrumentów finansowych. Najważniejsze źródła niestabilności to rosnące ryzyko finansowe i operacyjne, ryzyko infrastrukturalne (słabość infrastruktury), ryzyko nadmiernej koncentracji działalności, ryzyko zarażenia, ryzyko związane z efektem domina oraz ryzyko utraty zaufania do systemu⁹.

Z perspektywy czasu należy stwierdzić, że zbyt daleko posunięta liberalizacja oraz światowa tendencja do coraz głębszej deregulacji rynków finansowych sprawiły, iż zaczęły one żyć własnym życiem. Międzynarodowa skala działalności banków, ubezpieczycieli oraz firm inwestycyjnych, coraz bardziej skomplikowane instrumenty finansowe oraz mnogość i złożoność modeli zarządzania bankami działającymi na skalę globalną spowodowały, że zarówno sami uczestnicy rynków finansowych, jak i władze nadzorcze utraciły dotychczasowy mandat do wykonywania swych funkcji. Wśród najczęściej krytykowanych zachowań tych instytucji wymienia się przede wszystkim prowadzenie nieostrożnej polityki kredytowej, przesadne znaczenie dźwigni finansowej, sekurytyzację tzw. złych aktywów, wysoki poziom zadłużenia w walutach obcych, niski poziom kontroli nad agencjami ratingowymi oraz brak odpowiedniej współpracy, koordynacji i spójności działań pomiędzy organami nadzoru. W efekcie funkcjonowanie rynków finansowych wymknęło się spod kontroli, co miało swoje negatywne konsekwencje dla kondycji wielu gospodarek na świecie.

⁶ Por. L. Oręziak, *Globalizacja rynków finansowych*, [w:] *Globalizacja od A do Z*, E. Czarny (red.), NBP, Warszawa 2004, s. 157–158.

⁷ T.T. Kaczmarek, *Gospodarka globalna i globalny kryzys*, Difin, Warszawa 2009, s. 249.

⁸ R. Orłowska, K. Żołądkiewicz (red.), *Globalizacja i regionalizacja w gospodarce światowej*, PWE, Warszawa 2012, s. 134.

⁹ M. Mikita, *op. cit.*, s. 170.

Kryzys z 2008 r. spowodował paraliż globalnego systemu kredytowego i sprawił, iż rządy wielu państw zdecydowały się na podjęcie szeregu interwencji, w niektórych przypadkach noszących *de facto* znamiona nacjonalizacji systemu bankowego¹⁰.

2. Uwarunkowania nowego ładu instytucjonalnego

W kontekście ostatnich wydarzeń na światowych rynkach finansowych wyłonił się istotny problem, jakim jest brak w globalnym systemie finansowym skutecznego ośrodka decyzyjnego i koordynującego, swoistego gwaranta stabilności systemu, który dzięki odpowiednim regulacjom byłby w stanie w możliwie największym stopniu przeciwdziałać prowadzeniu nieodpowiedzialnych transakcji finansowych czy kumulowaniu długu wielokrotnie przewyższającego kapitał instytucji finansowych. Marginalizowanie bądź całkowita eliminacja regulacyjnych funkcji państwa oraz brak takich funkcji pełnionych przez instytucje międzynarodowe i ponadnarodowe to efekt podporządkowania polityk gospodarczych wielu rozwiniętych krajów świata doktrynie neoliberalnej, odrzucającej koncepcję ingerencji państwa w funkcjonowanie rynków nawet w sytuacji, gdy nie są one w stanie samoistnie wyeliminować powstałych niedoskonałości¹¹.

Po ostatnim, brzemiennej w skutki, kryzysie finansowym na arenie międzynarodowej są forsowane koncepcje stworzenia nowego ładu gospodarczego na wzór systemu z Bretton Woods. Akcentuje się także potrzebę zaostrzenia przepisów w zakresie wymogów kapitałowych banków, mając na uwadze ograniczanie ryzyka bankowego i poprawę stabilności całego systemu. Podkreśla się, że tworzenie nowego ładu instytucjonalnego w sferze światowych finansów wymaga nadania priorytetu ważności funkcji stabilizacyjnej, a w jej ramach podjęcia działań zmierzających do zapewnienia stabilności systemu finansowego na świecie¹². W tych warunkach wiele państw dokonało zmian w obszarze obowiązujących modeli nadzoru finansowego. Kraje UE obrały kierunek zmierzający do wycofywania się z koncepcji modelu zintegrowanego, w którym zadania nadzorcze są sprawowane przez osobną agendę państwową, na rzecz przyjmowania modelu *twin peaks*, w którym nadzór ostrożnościowy jest usytuowany w banku centralnym (Belgia, Irlandia, Wielka Brytania). Banki centralne zyskały z kolei większe kompetencje nadzorcze. Konstytuuje się także nowy model o charakterze dwusektorowym, który wyodrębnia finansowy nadzór ostrożnościowy w skali mikro i makro (UE i USA)¹³. Banki centralne, także w ostatnim czasie, często odgrywają kluczową rolę w procesie zapobiegania i zarzą-

¹⁰ A. Horobet, *Searching for Causes of the Current Financial Crisis: On Risk Underassessment and Ignorance*, „Review of Economic & Business Studies” June 2010, vol. 3, issue 1, s. 196–197.

¹¹ Zob. W. Szymański, *Niepewność i niestabilność gospodarcza. Gwałtowny wzrost i co dalej?*, Difin, Warszawa 2011, s. 73.

¹² M. Mikita, *op. cit.*, s. 171.

¹³ *Ibidem*, s. 201.

dziania sytuacjami kryzysowymi, mając na uwadze także podtrzymywanie społecznego zaufania do systemu finansowego. Bezpośrednia forma nadzoru bankowego wyraża się w sprawowaniu nadzoru przez bank centralny, zaś pośrednia oznacza, iż nadzór pełni osobna instytucja nadzorcza, w pewnych obszarach współpracując z bankiem centralnym¹⁴. Choć od końca lat 80. XX w. była widoczna tendencja do przenoszenia nadzoru bankowego do odrębnej instytucji państwowej, banki centralne w krajach UE do 2008 r. były zaangażowane w funkcje nadzorcze. Do roku 2008 w 15 spośród 27 państw Unii Europejskiej obowiązywał tzw. zintegrowany model nadzoru, w ramach którego bank centralny sprawuje nadzór nad wszystkimi sektorami rynku finansowego, tj. bankowym, kapitałowym i ubezpieczeniowym. Jest więc odpowiedzialny za prowadzenie polityki pieniężnej oraz utrzymanie stabilności finansowej kraju.

W styczniu 2011 r. rozpoczęła działalność Europejski System Nadzoru Finansowego (ESNF). Jego zasadniczym celem jest zapewnienie właściwego funkcjonowania sektora finansowego. Wśród celów szczegółowych należy wymienić zwłaszcza zachowanie stabilności finansowej, utrzymanie zaufania publicznego do systemu finansowego jako całości, zapewnienie odpowiedniego poziomu ochrony dla konsumentów usług finansowych, koordynację działań krajowych instytucji nadzorujących w odniesieniu do transgranicznych grup finansowych oraz wykonywanie niektórych funkcji regulacyjnych i nadzorczych. Integralną częścią ESNF jest powołanie nowych instytucji, np. Europejskiego Urzędu Nadzoru (European Supervisory Authorities – ESA), zajmującego się nadzorem ostrożnościowym w wymiarze mikro, oraz Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ESRB), działającej w skali makro. Celem ESRB jest identyfikacja i analiza ryzyk systemowych związanych z funkcjonowaniem rynków finansowych oraz prowadzenie polityki dla całego obszaru UE. Rada jest uprawniona do wydawania ostrzeżeń o zidentyfikowanych ryzykach oraz rekomendacji odnośnie do działań mitygujących, nie ma natomiast uprawnień do wydawania wiążących decyzji ani podejmowania samodzielnych działań o charakterze władczym¹⁵. Rekonstrukcja europejskiej sieci bezpieczeństwa finansowego zakłada współpracę Europejskiego Systemu Organów Nadzoru Finansowego, złożonego z sieci krajowych organów nadzoru finansowego, z nowymi, powstałymi w wyniku przekształcenia obecnych komitetów, organami nadzoru w Europejski Organ Nadzoru Bankowego (EBA), Europejski Organ Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (EIOPA) oraz Europejski Organ Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA). Dotychczasowy system wczesnego ostrzegania przed kryzysami przyjęty przez MFN okazał się nieskuteczny, podobnie jak siła jego nadzoru nad państwami, których działania mogą zagrażać międzynarodowej stabilizacji gospodarczej. Z kolei przyjęte i obowiązujące w Polsce rozwiązania sprawiły, że zarówno w czasie nasilenia globalnego kryzysu finansowego (lata 2008–2009), jak i w okresie późniejszym nie

¹⁴ A. Matysek-Jędrzych (red.), *Instytucje i rynki wobec kryzysu finansowego – źródła i konsekwencje kryzysu*, CeDeWu, Warszawa 2011, s. 188–190.

¹⁵ *Ibidem*, s. 26–27.

było konieczności podejmowania bezpośrednich akcji ratunkowych w stosunku do polskich instytucji finansowych. Celem opracowanych przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego (UKNF), a podjętych przez Narodowy Bank Polski, Ministerstwo Finansów i UKNF działań nadzorczych i regulacyjnych w latach 2008–2009 było utrzymanie stabilności funkcjonowania krajowego systemu finansowego¹⁶, zaś w latach kolejnych identyfikacja potencjalnych źródeł zagrożeń w przyszłości, ich kwantyfikacja oraz działania prewencyjne¹⁷.

Choć w dobie globalizacji rynków finansowych pożądanym jest utworzenie jednej ponadnarodowej instytucji koordynującej i nadzorującej międzynarodowy system finansowy, należy stwierdzić, że wydaje się mało prawdopodobne, by w najbliższej przyszłości udało się powołać do życia instytucję mającą międzynarodowy mandat do regulowania działalności globalnych rynków finansowych. Podjęte dotychczas działania wspierają prawidłowe funkcjonowanie krajowych oraz regionalnych systemów finansowych. Stworzeniu ponadnarodowego regulatora globalnych rynków finansowych nie sprzyja nadmierna różnorodność interesów poszczególnych państw, międzynarodowych instytucji finansowych czy korporacji transnarodowych. Podstawową barierą ograniczającą dokonanie zasadniczych zmian w międzynarodowym systemie finansowym jest niechęć prywatnego rynku finansowego do respektowania nadzoru w wymiarze międzynarodowym. Przyczyną tego jest fakt, iż taki nadzór jest postrzegany jako istotny czynnik ograniczający wolność tego rynku. Ponadto rozwiązanie tego problemu wiąże się z inną kardynalną kwestią odnoszącą się do roli państwa we współczesnej gospodarce (nadzór finansowy stanowi formę ingerencji państwa w rynek finansowy). Zagrożeniem nowego ładu instytucjonalnego w sferze finansów może być fakt, iż liberalizacji rynków finansowych nie towarzyszyło powstanie odpowiedniego systemu zarządzania światowym systemem finansowym. W warunkach globalnego rynku mobilność kapitału może doprowadzić do sytuacji, w której podmioty państwowe i przedstawiciele władz tracą kontrolę nad nowymi zjawiskami (wirtualizacja aktywności gospodarczej oraz wysokie tempo zmian przestrzeni cyfrowej utrudniają skuteczną kontrolę rynków finansowych, a ich uczestnicy mają tym samym więcej możliwości ominięcia narodowych regulacji rynku), co w przypadku wystąpienia kryzysu może oznaczać, że państwa nie dysponują efektywnymi narzędziami zdolnymi powstrzymać ucieczkę kapitału¹⁸. Budowę nowej architektury finansów na skalę międzynarodową może także utrudniać wzrost niestabilności systemu finansowego (nierównowaga, braki płynności, złe aktywa, nadmierna kreacja kredytu, bańki spekulacyjne, nadmierne wykorzystanie dźwigni finansowej). Istotną przeszkodą może stać się również zjawisko konkurencji regulacyjnej w wymiarze transgranicznym – nadmierne zróżnicowanie wymogów

¹⁶ Zob. *Polski rynek finansowy w obliczu kryzysu finansowego w latach 2008–2009*, UKNF, Warszawa 2010.

¹⁷ Zob. *Działania nadzoru finansowego w warunkach pokryzysowych*, UKNF, Warszawa 2011, s. 30.

¹⁸ K. Jędrzejowska, *Gospodarka światowa wobec nadmiernej liberalizacji rynków finansowych*, [w:] M. Guzek (red.), *Ekonomia i polityka w kryzysie. Kierunki zmian w teoriach*, Uczelnia Łazarskiego, Instytut Studiów politycznych PAN, Warszawa 2012, s. 112–113.

stawianych przez instytucje nadzorujące bankom o globalnej skali działania sprzyjać może przenoszeniu działalności z krajów o mocno restrykcyjnym nadzorze do państw, w których jest on słabszy¹⁹.

Zakończenie

Biorąc pod uwagę skalę i głębokość ostatniego kryzysu finansowego, zbyt daleko posuniętą liberalizację rynków finansowych należy ocenić jako błędną. O ile niezależny charakter banków centralnych wydaje się ekonomicznie i politycznie uzasadniony, o tyle nadmierna swoboda w działalności banków komercyjnych stała się przyczyną tak szerokiego w swoich konsekwencjach kryzysu finansowego. Banki oraz instytucje finansowe o charakterze spekulacyjnym skoncentrowane na maksymalizacji własnych korzyści finansowych zaczęły ignorować możliwe ryzyko podejmowanych transakcji finansowych przy jednoczesnym braku należytej dbałości o bezpieczeństwo powierzonych im środków finansowych. Międzynarodowa skala oraz intensyfikacja przepływów kapitału portfelowego, często o charakterze spekulacyjnym, wśród globalnych grup kapitałowych zrzeszających głównie banki oraz rozmaite towarzystwa i fundusze (kapitałowe, ubezpieczeniowe, emerytalne) wpłynęły na globalny zasięg kryzysu²⁰.

Kryzys finansowy z 2008 r. ujawnił słabość dotychczas stosowanych rozwiązań w obszarze nadzoru finansowego – okazały się one nieadekwatne do skali przemian tego rynku, w szczególności integracji na poziomie ponadnarodowym. Nie były także w stanie zapobiec kryzysowi ani odpowiednio nim zarządzać w celu przywrócenia stabilności całego rynku finansowego. W wielu krajach podjęto w związku z tym szereg działań zmierzających do zastąpienia niedoskonałych regulacji nowymi, a ich celem jest trwałe wzmocnienie stabilności finansowej. Skuteczność przyjętych rozwiązań jest jednak kwestią przyszłości, szczególnie w warunkach niestabilnej koniunktury. Aktualnie największym wyzwaniem, jakie stoi przed instytucjami finansowymi, jest wzmocnienie nadzoru finansowego w skali krajowej, europejskiej i międzynarodowej. W większości przypadków kluczową rolę w obszarze nadzoru bankowego będą odgrywać banki centralne, jako instytucje o szerokiej wiedzy i doświadczeniu w zakresie zarządzania ryzykiem, zwłaszcza w sferze rynku bankowego. Z kolei kontrola operacji finansowych, konsumentów oraz transparentność działań zostają delegowane do oddzielnych instytucji. Pozytywnie należy ocenić ustanowienie dodatkowego nadzoru makroostrożnościowego w UE oraz USA, jakkolwiek istotną wadą tego rozwiązania wydaje się brak jednej instytucji nadzorczej dla poszczególnych sektorów rynku, co może wpływać niekorzystnie na możliwość sprawowania międzysektorowej

¹⁹ L. Pawłowicz, *Sieć bezpieczeństwa finansowego w Unii Europejskiej a Strategia Lizbońska*, [w:] L. Pawłowicz (red.), *Strategia Lizbońska a zarządzanie wartością*, CeDeWu, Warszawa 2006, s. 218–219.

²⁰ Zob. *Światowy kryzys finansowy. Przyczyny i skutki*, WSEI, Warszawa 2009, s. 48.

regulacji podmiotów finansowych oraz międzysektorowej ochrony konsumentów. Najnowszą inicjatywą forsowaną na forum europejskim jest projekt unii bankowej, który wpisuje się w ideę utworzenia wspólnego nadzoru europejskiego (dotychczas kraje strefy euro, pomimo istnienia wspólnej waluty, miały znaczną swobodę w obszarze nadzoru bankowego). Istotą unii ma być objęcie wspólnym nadzorem banków strefy euro, umieszczenie funkcji nadzorczych w strukturach Europejskiego Banku Centralnego oraz stworzenie wspólnego systemu gwarancji depozytów. Choć można przyjąć, że nadanie EBC nowych uprawnień wpisuje się w słuszną ideę stworzenia wspólnej organizacji ponadnarodowej sprawującej kontrolę nad międzynarodowym systemem finansowym, nie należy spodziewać się szybkiego ukonstytuowania unii bankowej. Powodem tego jest widoczne wśród państw członkowskich zróżnicowanie priorytetów w tej sprawie, podyktowane znaczną różnorodnością interesów ekonomicznych, politycznych (nadzór bankowy sprawowany przez centralny bank strefy euro ze względów proceduralnych wyklucza pełny udział w unii bankowej państw spoza strefy), oraz brak zgody niektórych państw na oddanie części suwerenności w obszarze prowadzenia autonomicznej dotąd polityki finansowej.

Utrzymanie długoterminowej stabilności na rynkach sektora finansowego ma zasadnicze znaczenie dla funkcjonowania realnej sfery gospodarki, albowiem jej brak powoduje powstanie wysokich kosztów makroekonomicznych mających związek ze spadkiem tempa wzrostu gospodarczego, a także osłabionym zaufaniem publicznym do rynków finansowych.

Bibliografia

1. *Banki w Polsce. Wyzwania i tendencje rozwojowe*, Jaworski W.L. (red.), Poltext, Warszawa 2001.
2. *Działania nadzoru finansowego w warunkach pokryzysowych*, UKNF, Warszawa 2011.
3. Horobet A., *Searching for Causes of the Current Financial Crisis: On Risk Underassessment and Ignorance*, „Review of Economic & Business Studies” June 2010, vol. 3, issue 1.
4. Jędrzejowska K., *Gospodarka światowa wobec nadmiernej liberalizacji rynków finansowych*, [w:] M. Guzek (red.), *Ekonomia i polityka w kryzysie. Kierunki zmian w teoriach*, Uczelnia Łazarskiego, Instytut Studiów politycznych PAN, Warszawa 2012.
5. Jurkowska-Zajdler A., *Europejski nadzór finansowy. Nowa architektura*, [w:] M. Kalinowski, M. Pronobis, *Gospodarka. Nowe perspektywy po kryzysie*, CeDeWu, Warszawa 2010.
6. Kaczmarek T.T., *Gospodarka globalna i globalny kryzys*, Difin, Warszawa 2009.
7. Matysek-Jędrzych A. (red.), *Instytucje i rynki wobec kryzysu finansowego – źródła i konsekwencje kryzysu*, CeDeWu, Warszawa 2011.
8. Mikita M., *Nowa rola rynku finansowego w gospodarce światowej*, [w:] *Globalne rynki finansowe w dobie kryzysu*, J.L. Bednarczyk, S.I. Bukowski, J. Misala (red.), CeDeWu, Warszawa 2009.
9. Oręziak L., *Globalizacja rynków finansowych*, [w:] *Globalizacja od A do Z*, E. Czarny (red.), NBP, Warszawa 2004.
10. Orłowska R., Żołądkiewicz K. (red.), *Globalizacja i regionalizacja w gospodarce światowej*, PWE, Warszawa 2012.
11. Pawłowicz L., *Sieć bezpieczeństwa finansowego w Unii Europejskiej a Strategia Lizbońska*, [w:] L. Pawłowicz (red.), *Strategia Lizbońska a zarządzanie wartością*, CeDeWu, Warszawa 2006.

12. *Polski rynek finansowy w obliczu kryzysu finansowego w latach 2008–2009*, UKNF, Warszawa 2010.
13. Szymański W., *Niepewność i niestabilność gospodarcza. Gwałtowny wzrost i co dalej?*, Difin, Warszawa 2011.
14. *Światowy kryzys finansowy. Przyczyny i skutki*, WSEI, Warszawa 2009.
15. Zabielski K., *Finanse międzynarodowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.

Outlook for financial market regulation in a global environment

The recent financial crisis has highlighted important gaps in the field of financial supervision, when it comes to regulations and in relation to the concept of the financial system as a whole. Hence, it has become necessary to build a new architecture of the financial system, the axis of which is to develop mechanisms for identifying and responding to emerging threats. In many countries, there have been undertaken in this connection a number of efforts to replace the imperfect new regulations which are designed to permanently strengthen financial stability. The essence of the changes is to eliminate the weaknesses of so far existing models of supervision while maintaining benefits that they provide. The effectiveness of the solutions is a matter of the future.