

**Adam Samborski**

## **Globalizacja rynków finansowych – stan i kierunki rozwoju**

### **1. Uwagi wstępne**

W ostatnich kilku dekadach nastąpił znaczący rozwój globalizacji rynków finansowych. Wyraźnie powiększył się międzynarodowy rynek finansowy, wzrosła wartość transakcji zawieranych na rynku walutowym oraz kapitałowym. Postęp w technologii informacyjnej i telekomunikacyjnej, liberalizacja rynku kapitałowego, stały się podstawą stymulowania międzynarodowych przepływów kapitałowych, prowadząc do wzrostu ekspansji i efektywności międzynarodowych rynków finansowych.

Ciągle jednak granice państw narodowych stanowią swego rodzaju barierę dla międzynarodowych przepływów kapitałowych. Portfele inwestorów ulokowane w krajach uprzemysłowionych nastawione są na aktywa krajowe (*home bias puzzle*), a oszczędności narodowe mają skłonność do bycia absorbowanymi wewnątrz („paradoks Feldstein-Horioka”). W dłuższej perspektywie historycznej, wartość przepływów kapitałowych netto nie wzrosła.

Na rozwój globalizacji rynków finansowych można też spojrzeć z nieco innej perspektywy, uwzględniając takie aspekty globalizacji jak wzrost znaczenia transakcji pozabilansowych. Instrumenty pochodne umożliwiające transfer ryzyka właściwego danemu aktywowi, pozwoliły na zawieranie transakcji dotyczących samego ryzyka. Wzrost wartości ponadgranicznych transakcji finansowych z jednej strony zwiększył mobilność oszczędności (poprawiając efektyw-

ność alokacji zasobów), z drugiej — transfer ryzyka (dywersyfikując ryzyko dzięki derywatom), przyczyniając się do poprawy jego efektywności. Innymi słowy, w konsekwencji rozwoju transakcji derywatuowych, arbitraż cenowy stał się bardziej skuteczny niż w przeszłości<sup>1</sup>.

Zapoczątkowany w roku 2007 w Stanach Zjednoczonych kryzys finansowy, który następnie przekształcił się w trwający do dziś (choć już nieco słabnący) globalny kryzys gospodarczy, rodzi pytania o przyszłość globalizacji. W jakim kierunku ma świat iść, a wraz z nim proces globalizacji? Czy skupiać się na utrzymaniu obecnego status quo, czy podążać w stronę deglobalizacji? A może w kierunku zmiany jej kształtu, uwolnienia od neoliberalnego nacechowania<sup>2</sup>? Wśród badaczy zjawiska zaznacza się głęboka polaryzacja stanowisk oraz skrajne opinie na ten temat. Obecnie pod wpływem kryzysu dyskusje wokół problemu globalizacji znacznie się nasiliły. Dostrzega się też coraz więcej kontrowersji na jej temat. Ekonomisci wzajemnie oskarżają się o błędy, które doprowadziły do niebezpiecznego naruszenia równowagi w światowym systemie gospodarczym oraz nieładu gospodarczego. Stan obecny rzuca więc nowe światło na temat racjonalności systemów gospodarczych oraz na problem adekwatności teorii ekonomii do potrzeb praktyki<sup>3</sup>. Powoduje, że pytanie o stan i kierunki rozwoju globalizacji rynków finansowych staje się niezwykle aktualne.

## 2. Globalizacja rynków finansowych – próba definicji

Globalizacja rynków finansowych jest elementem szerszego zjawiska, jakim jest globalizacja gospodarek narodowych. Zdaniem Zorskiej „globalizacja stanowi wyższy, bardziej zaawansowany i złożony etap procesu umiędzynarodowienia działalności gospodarczej. Proces ten rozumiany ogólnie, jako rozszerzenie działalności krajowych przedsiębiorstw za granicą, został zapoczątkowany na większą skalę w XIV w., wraz z rozwojem zamorskiej działalności przez kampanie handlowe<sup>4</sup>. Wspomniana autorka pisze, że „dopiero w drugiej połowie XIX w. nastąpił tak silny wzrost skali, zasięgu

<sup>1</sup> K. Okina, M. Shirakawa, S. Shiratsuka, *Financial Market Globalization: Present and Future*, „Monetary and Economic Studies” 1999, December.

<sup>2</sup> H. Chołaj, *Kryzys a globalizacja (krótki przewodnik)*, Materiały z konferencji „Przedsiębiorstwo w warunkach kryzysu globalnego – wyzwania i szanse” organizowanej przez SGH w Warszawie 10.12.2009 r.

<sup>3</sup> E. Mączyńska, *Przedsiębiorstwa wobec skutków kryzysu i naruszonej równowagi*, Materiały z konferencji „Przedsiębiorstwo w warunkach kryzysu globalnego – wyzwania i szanse” organizowanej przez SGH w Warszawie 10.12.2009 r.

<sup>4</sup> A. Zorska, *Ku globalizacji? Przemiany w korporacjach transnarodowych i w gospodarce światowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 14, za: A. Müller, *Globalizacja — mit czy rzeczywistość?* „Bank i Kredyt” 2003 nr 5, dodatek „Globalizacja od A do Z”.

i form ekspansji przedsiębiorstw (kapitalistycznych), że wywołało to integrowanie wielu rynków i gospodarek przez przepływy kapitałów. Lata 1870-1914 są niekiedy uważane za pierwszy etap globalizowania działalności gospodarczej”<sup>5</sup>. W ujęciu Budnikowskiego globalizacja jest procesem „coraz bliższego, realnego scalania gospodarek narodowych, przejawiającego się w dynamicznym wzroście obrotów handlowych, międzynarodowych przepływów kapitałowych i usługowych oraz rosnącej tendencji do traktowania całego świata jako rynku zbytu przez coraz większą liczbę przedsiębiorstw”<sup>6</sup>. W podobnym duchu globalizację definiują J. Wild, K. Wild i J. Han. W ich ujęciu globalizacja jest dążeniem do większej gospodarczej, kulturowej, politycznej i technologicznej współzależności pomiędzy krajowymi instytucjami i gospodarkami. Globalizacja jest trendem, który cechuje denacjonalizacja (granice narodowe stają się mniej istotne) i jest czymś innym niż internacjonalizacja (podmioty współpracują ponad granicami narodowymi). Większa współzależność powodująca globalizację oznacza zwiększenie wolnych przepływów dóbr, usług, pieniędzy, ludzi i idei ponad granicami narodowymi<sup>7</sup>. Tak też globalizację definiują Clark, Norris, Keohane i Nye, dla których jest ona procesem tworzenia sieci powiązań między wielokontynentalnymi aktorami (znajdującymi się na różnych kontynentach), pośredniczącej w przepływach ludzi, informacji i idei, kapitału oraz dóbr. Globalizacja jest procesem erozji granic narodowych, integracji gospodarek krajowych, kultury, technologii i ładu (governance), wywołującym kompleksowe związki wzajemnych współzależności<sup>8</sup>.

Jak pisze Müller, pierwszoplanową cechą globalizacji jest formowanie się światowej sieci obrotu dobrami i usługami, co oznacza nie tylko rozszerzenie zasięgu tych obrotów, ale również zwiększenie ich skali. Kolejną, jego zdaniem, cechą globalizacji jest intensywny rozwój międzynarodowych obrotów kapitałowych, który to ma bardzo zróżnicowane formy: od rozszerzania geograficznego działalności wielkich banków, poprzez intensyfikacje obrotów papierami wartościowymi oraz rozszerzanie i tworzenie różnorodnych form kredytowania krajów i przedsiębiorstw, aż po dynamiczny rozwój zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Następną cechą jest rozwój sieci światowego systemu transportowego, mający na celu zwiększenie masy oraz prędkości przemieszczania się ładunków. Bardzo istotną cechą globalizacji, według

<sup>5</sup> Tamże.

<sup>6</sup> A. Budnikowski, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze wobec wyzwań globalizacji*, „Bank i Kredyt” 2003 nr 1, dodatek „Globalizacja od A do Z”, za: A. Samborski, *Globalizacja rynków finansowych*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2004, nr 3.

<sup>7</sup> J. Wild, K. Wild, J. Han, *International Business. The Challenges of Globalization*, Pearson, International Edition 2010, s. 34.

<sup>8</sup> W. Clark, *Environmental Globalization*, w: *Governance in a Globalizing World*, red. J. Nye, J. Donahue, Brookings Institution Press, Washington, D. C. 2000, s. 86-108; P. Norris, *Global Governance and Cosmopolitan Citizens*, w: *Governance in a Globalizing World*, red. J. Nye, J. Donahue, s. 155-177; R. Keohane, J. Nye, *Introduction*, w: *Governance in a Globalizing World*, s. 1-44.

Müllera, stało się również utworzenie światowego systemu informacyjnego, którego głównym ogniwem jest sieć połączeń informatycznych o zasięgu globalnym<sup>9</sup>.

Definiując pojęcie globalizacji finansowej, należy dokonać rozróżnienia między globalizacją a internacjonalizacją finansową. Okina, Shirakawa i Shiratsuka przez internacjonalizację rozumieją wzrost niektórych transakcji zewnętrznych, przez globalizację natomiast sytuację, w której gospodarki poszczególnych krajów, wraz z ich rynkami finansowymi, stają się coraz bardziej zintegrowane w wyniku rozwoju jednolitego rynku światowego<sup>10</sup>.

Należy jednak dokonać rozróżnienia pomiędzy globalizacją a integracją finansową, gdyż w istocie są to dwa różne pojęcia. Prasad, Rogoff, Wei i Kose (2004) podkreślają, iż globalizacja finansowa jest pojęciem ogólnym, odnoszącym się do wzrostu połączeń globalnych na skutek zintensyfikowania ponadgranicznych strumieni finansowych. Integracja finansowa natomiast odnosi się do związków pojedynczych krajów z międzynarodowym rynkiem kapitałowym. Pojęcia te są jednak ze sobą mocno powiązane, gdyż np. wzrost globalizacji finansowej jest silnie powiązany z przeciętnym wzrostem integracji finansowej. Pomimo iż globalizację i integrację różni rodowód, to pojęcie integrowania często służy do określania także pojęcia globalizacji, na co zwróciła uwagę Gabrys (2002). W tym znaczeniu, Arestis, Basu, Mallick (2005) globalizację finansową definiują jako integrację rynków finansowych krajów świata w jeden rynek. Przy tym trafne wydaje się określenie globalizacji finansowej przez Schmuklera (2004) jako integracji krajowych systemów finansowych z międzynarodowym rynkiem finansowym i jego instytucjami<sup>11</sup>.

W tym miejscu należałoby zgodzić się z Misalą (2003), że obecnie mamy do czynienia z postępującym procesem internacjonalizacji szeroko rozumianego życia gospodarczego. Chodzi tutaj zarówno o internacjonalizację rynków produktów (towarów i usług), jak i o internacjonalizację rynków czynników wytwórczych (siły roboczej, kapitału i wiedzy technicznej). Co więcej, internacjonalizacja życia gospodarczego przekształca się wręcz w jego globalizację, czego najlepszym przykładem jest rozwój międzynarodowego rynku finansowego<sup>12</sup>. Upraszczając, założmy, że świat składa się z dwóch krajów (rys. 1), R i F, które oznaczają kolejno rynek dóbr i usług oraz rynek finansowy, a indeksy liczbowe im przypisane oznaczają kraje. Obecnie gospodarka światowa w tym układzie jest sytuowana gdzieś pomiędzy „brakiem globalizacji” (górną lewą stroną diagramu) a „globalizacją kompletną” (dolną prawą stroną diagramu). Pierwsza odnosi się do sytuacji, w której granice odizolowały

<sup>9</sup> A. Samborski, *Globalizacja rynków finansowych*.

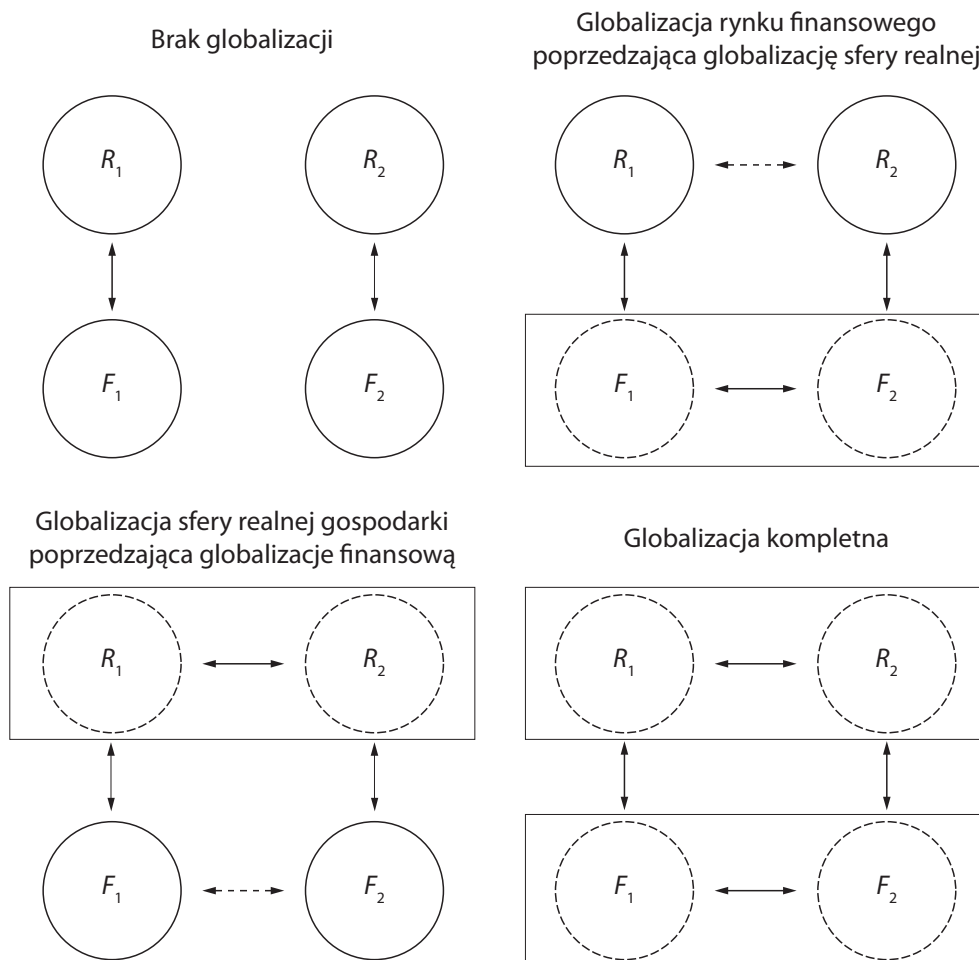
<sup>10</sup> K. Okina, M. Shirakawa, S. Shiratsuka, wyd. cyt.

<sup>11</sup> A. Samborski, *Finansowanie przedsiębiorstw poprzez emisje papierów wartościowych*, AE, Katowice 2007, s. 16.

<sup>12</sup> A. Samborski, *Globalizacja rynków finansowych*.

narodowe rynki dóbr i usług oraz rynki finansowe, druga natomiast dotyczy sytuacji, gdzie oba rynki są całkowicie zintegrowane.

Globalizacja zazwyczaj przebiega najpierw na rynku finansowym (górna prawa strona diagramu), a dopiero później na rynku dóbr i usług. Jest to efektem z jednej strony większej mobilności aktywów finansowych aniżeli dóbr i usług, z drugiej — polityki gospodarczej prowadzonej na poziomie państw narodowych, działających w porozumieniu z organizacjami międzynarodowymi. Wydaje się jednak, że istnieje związek pomiędzy globalizacją rynków finansowych i globalizacją rynków dóbr i usług, który polega na tym, iż rozwój globalizacji finansowej wywołuje globalizację rynków dóbr i usług i vice versa. Ponadto, gdy globalizacja finansowej i realnej sfery gospodarki jest rozwijana synergicznie, globalizacja sfery realnej częściowo poprzedza globalizację sfery finansowej w przypadku niektórych produktów lub pewnych regionów (dolna lewa strona diagramu)<sup>13</sup>.



Rys. 1. Stan globalizacji (Świat składa się z dwóch krajów, R i F oznaczają kolejno rynek dóbr i usług oraz rynek finansowy, a indeksy liczbowe im przypisane oznaczają kraje.)

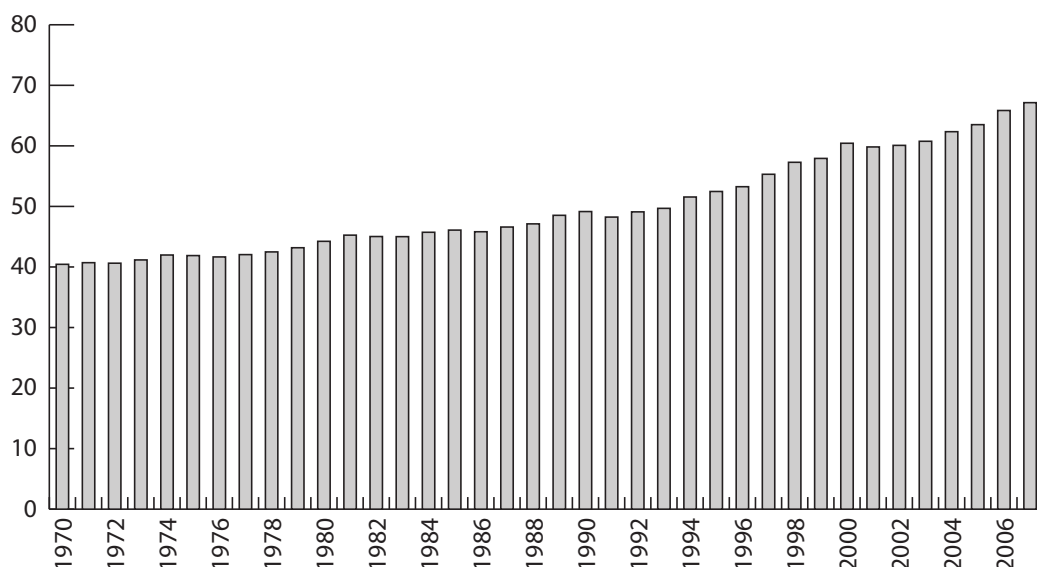
Źródło: K. Okina, M. Shirakawa, S. Shiratsuka, *Financial Market Globalization: Present and Future*, „Monetary and Economic Studies”, December 1999.

<sup>13</sup> K. Okina, M. Shirakawa, S. Shiratsuka, wyd. cyt.

### 3. Stan globalizacji rynków finansowych

W wyniku globalizacji rynki krajowe oraz procesy wytwórcze stają się coraz bardziej powiązane poprzez wymianę towarów i usług, przez przepływ kapitałów oraz technologii<sup>14</sup>. Starając się dokonać oceny stopnia tego powiązania, można wykorzystać instrumenty ilościowe, cenowe i jakościowe<sup>15</sup>.

W ocenie stopnia powiązania rynków finansowych wykorzystać można wielkość międzynarodowych przepływów finansowych (instrument ilościowy). Najprostszym instrumentem pomiaru tego powiązania jest określenie wartości zagranicznych inwestycji bezpośrednich, handlu czy inwestycji portfelowych. W ostatnich kilku dekadach wartości te wyraźnie wzrosły. Świadczyć o tym może kształtowanie się subindeksu globalizacji KOF rzeczywistych przepływów gospodarczych<sup>16</sup>. W roku 1970 dla gospodarki światowej wyniósł on 40,4, a w 2007 już 67,1 (rys. 2).



Rys. 2. Kształtowanie się subindeksu globalizacji KOF rzeczywistych przepływów gospodarczych w latach 1970–2007

Źródło: 2010 KOF Index of Globalization. <http://globalization.kof.ethz.ch>

W ocenie stopnia powiązania rynków finansowych wykorzystać można również uśrednioną, dla wybranych krajów, całkowitą wartość stosunku salda rachunku bieżącego do PKB. Wskaźnik ten zaproponowali w 1998 r. Bordo, Eichengreen i Kim. Wspomniani badacze zauważyli, że wartość tego wskaźnika wzrastała od połowy roku 1960, jednak nie osiągnęła poziomu z lat 1870-1914.

<sup>14</sup> Na co zwraca uwagę L. Oręziak, *Globalizacja rynków finansowych*, „Bank i Kredyt” 2003 nr 2, dodatek „Globalizacja od A do Z”.

<sup>15</sup> O. Issing, *The globalisation of financial markets*, European Central Bank, 12 September 2000, [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

<sup>16</sup> Szerzej: A. Dreher, N. Gaston, P. Martens, *Measuring Globalization — Gauging its Consequence*, Springer, New York 2008.

Ponadto, w krajach bardziej rozwiniętych, wartość omawianego wskaźnika była bardziej stabilna w okresie 1870-1914 niż później. Obserwacje te jednoznacznie wskazują, że przepływy finansowe netto, pomimo wzrostu, są obecnie nie tak wielkie i generalnie rzecz ujmując, bardziej „lotne”, niż miało to miejsce w okresie poprzedzającym I wojnę światową. Konkluzje powyższych analiz potwierdzili również Flandreau i Riviére (1999) w swoich badaniach ekonometrycznych. Rezultaty ich badań potwierdziły, że stopień integracji finansowej, mierzony saldem rachunków bieżących netto, wzrósł w ostatnich latach, jednakże ciągle pozostaje na niższym poziomie niż miało to miejsce przed rokiem 1914. Bordo, Eichengreen i Kim (1998) zauważyli jednak, że w przeciwieństwie do przepływów finansowych netto, przepływy finansowe brutto są obecnie większe niż przed rokiem 1914, co potwierdzają analizy Bloomfielda (1963)<sup>17</sup>, Obstfelda i Taylora (2004) oraz Stulza (2005)<sup>18</sup>.

Przeprowadzone analizy mogą sugerować, że stopień internacjonalizacji rynków finansowych w ostatnich latach wzrósł, zbliżając się do poziomu integracji rynków finansowych sprzed I wojny światowej. Zwrócić w tym miejscu należy jednak uwagę na fakt, iż w ocenie globalizacji rynków finansowych wykorzystanie jedynie wielkości ilościowych wydaje się wysoce niesatysfakcjonujące.

Wykorzystując natomiast instrumenty cenowe w ocenie stopnia powiązania rynków finansowych, można napotkać w praktyce wiele trudności związanych z ustaleniem odchylenia od prawa jednej ceny. Po pierwsze, ceny dóbr finansowych i ceny dóbr rzeczywistych są ze sobą ściśle powiązane, stąd też trudne jest zweryfikowanie hipotezy o występowaniu globalnego rynku finansowego w izolacji. Po drugie trudne jest, lub też raczej niemożliwe, znalezienie takich produktów finansowych na różnych narodowych rynkach finansowych, które byłyby w pełni porównywalne. Na przykład rządowe papiery dłużne na rynkach narodowych, wyznaczające wolną od ryzyka długoterminową stopę procentową dla danej waluty, różnią się wieloma cechami określającymi warunki emisji. Różnice te dotyczą stóp zwrotu, warunków wykupu, oprocentowania, opodatkowania dochodów, ale również głębokości i płynności rynku wtórnego. Trudności te są jeszcze większe, jeżeli staramy się porównywać papiery wartościowe emitowane przez sektor prywatny. W praktyce nie należy więc wiązać relatywnie wysokiego poziomu integracji rynków finansowych z kointegracją finansowych stóp zwrotu na świecie. Bordo, Eichengreen i Kim (1998), badając stopień kointegracji pomiędzy rzeczywistymi stopami zwrotu w USA, Wielkiej Brytanii, Niemczech i Francji, stwierdzili, że relatywnie wysoki stopień kointegracji występował w latach 1880-1914 oraz w 1983-1998, w pozostałych okresach kointegracja była raczej niewielka.

Celowe więc wydaje się również wykorzystanie w ocenie stopnia powiązań rynków finansowych instrumentów jakościowych. Można przyjąć inne mierniki

<sup>17</sup> A. Samborski, *Globalizacja rynków finansowych*.

<sup>18</sup> A. Samborski, *Finansowanie przedsiębiorstw...*, s. 22.

określające poziom globalizacji rynków finansowych, poza tymi, o których wspomniano już uprzednio. Kryterium globalizacji rynków finansowych mogą stanowić prowizje od produktów finansowych. Konsekwencją globalizacji jest wzrost konkurencji na rynkach usług finansowych, co powinno się wyrażać spadkiem wielkości prowizji i wzrostem stóp zwrotu z inwestycji<sup>19</sup>. Kryterium to zostało spełnione w praktyce. Można tutaj podać przykład Unii Gospodarczej i Walutowej (EMU), gdzie w wyniku wprowadzenia wspólnej waluty nastąpiły zmiany w warunkach działalności banków inwestycyjnych. W efekcie nastąpiła znacząca redukcja opłat underwritingowych, o czym świadczą badania Santosa i Tsatsaronisa (2001)<sup>20</sup>. Kryterium globalizacji rynków finansowych, rozumiane jako zwiększenie poziomu ich integracji, może stanowić również brak możliwości dokonywania arbitrażu w ujęciu międzynarodowym. Ayuso i Blanco (1999) doszli do wniosku, iż w latach 90. nastąpił znaczący wzrost integracji rynków finansowych, ograniczający możliwości dokonywania arbitrażu na rynku akcji w USA, Niemczech i Hiszpanii<sup>21</sup>.

Na problem arbitrażu można też spojrzeć nieco inaczej. Staje się on bardziej efektywny wraz ze wzrostem przepływów kapitałowych, co stanowi również kryterium globalizacji rynków finansowych. Co zatem sprawia, że arbitraż na stopy procentowe na rynku międzynarodowym staje się efektywny?

Obstfeld i Taylor (1997), badając parytet nominalnej stopy procentowej pomiędzy Stanami Zjednoczonymi i Wielką Brytanią w długiej perspektywie historycznej, doszli do wniosku, że arbitraż na nominalne stopy procentowe ograniczony z góry funkcjonował efektywnie do wybuchu I wojny światowej w warunkach Standardu Złota, odzwierciedlając małe i stabilne różnicowanie stóp procentowych w tym okresie. W latach dwudziestych XX w. różnicowanie i zmienność stóp procentowych wzrosły, zmniejszyły się nieco w latach pięćdziesiątych i sześćdziesiątych w warunkach Systemu z Bretton Woods. W latach siedemdziesiątych XX w. stopy procentowe zostały upłynnione i już w latach osiemdziesiątych poziom różnicowania i zmienności stóp procentowych zmniejszył się do poziomu sprzed I wojny światowej.

Zdaniem Obstfelda (1994), z porównań międzynarodowego różnicowania trzymiesięcznych stóp procentowych pomiędzy rynkiem międzybankowym a eurorynkiem na te same waluty wynika, iż w przypadku poszczególnych krajów podobieństwo jest na ogół niewielkie. Świadczy to o tym, że arbitraż procentowy funkcjonował efektywnie<sup>22</sup>. Po wprowadzeniu jednak wspólnej waluty w stycz-

<sup>19</sup> A. Samborski, *Globalizacja rynków finansowych*.

<sup>20</sup> A. Samborski, *Rynki kapitałowe w krajach strefy euro*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2003, nr 1; A. Samborski, *Rynki papierów wartościowych w krajach Unii Europejskiej*, AE, Katowice 2004, s. 116.

<sup>21</sup> O. Issing, wyd. cyt.

<sup>22</sup> We Francji i Włoszech krajowe stopy procentowe były mniejsze niż na eurorynku w okresie 1982–1987, co świadczy o istnieniu restrykcji na wpływ kapitału. W Niemczech natomiast krajowe stopy procentowe były wyższe w porównaniu z tymi na eurorynku, co sugerować może występowanie restrykcji nałożonych na przyływ kapitału. K. Okina, M. Shirakawa, S. Shiratsuka, wyd. cyt.



niu 1999 roku, gospodarki europejskie zaczęły cechować znaczenie wyższy stopień konwergencji. Z badań Obstfelda i Taylora (2004) wynika, iż zróżnicowanie trzymiesięcznych stóp procentowych we Francji, Włoszech i Holandii pomiędzy rynkiem międzybankowym a LIBOR na te same waluty znacznie zmalało<sup>23</sup>.

Obstfeld i Taylor (1997) w swoich badaniach odnieśli się również do arbitrażu na realne stopy procentowe na rynkach międzynarodowych. Dokonali oni kalkulacji odchylenia standardowego długoterminowych realnych stóp procentowych w 10 uprzemysłowionych krajach w okresie obejmującym około 100 lat, rozpoczynając od roku 1870 (ex post). Zgodnie z badaniami, obecnie dyspersja realnych stóp procentowych jest znacząco mniejsza niż ta z okresu międzywojennego, czy też systemu Bretton Woods, i nieco mniejsza w porównaniu z okresem sprzed I wojny światowej. Wynika stąd, że arbitraż na realne stopy procentowe na rynkach międzynarodowych jest obecnie dosyć efektywny<sup>24</sup>.

#### 4. Globalizacja rynków finansowych a kryzys

Integracja światowych rynków finansowych stworzyła szersze możliwości stosowania dywersyfikacji ryzyka. Na szeroką skalę korzystały z tego międzynarodowe instytucje finansowe. System finansowy stał się jednak zbyt złożony, a jednocześnie zbyt homogeniczny. Pamiętać bowiem należy, że większość dużych, działających w skali globalnej banków dywersyfikowało swój stan posiadania i ryzyko w podobny sposób, przedstawiając się na coraz bardziej złożone i nieprzejrzyste instrumenty finansowe. W trakcie tego procesu stały się od siebie wzajemnie zależne i to w sposób właściwie nie do rozwikłania. Jak argumentuje Haldane, „z perspektywy pojedynczej firmy te strategie sprawiały wrażenie rozsądnych prób eliminacji ryzyka: do koszyka włożono więcej jajek. Jeśli jednak spojrzeć na system jako całość, to obecnie jest jasne, że te strategie odniosły odwrotny rezultat: im więcej jajek w koszyku, tym większa jego kruchość i tym większe prawdopodobieństwo, że wśród jajek znajdą się zbuki”<sup>25</sup>. Tym samym „to co przed załamaniem cen na rynku nieruchomości wydawało się dobrze udzielonym kredytem, nagle stało się kredytem toksycznym. Wcześniej było wiarygodne, bo podstawą kredytów były zabezpieczenia w postaci papierów wartościowych, wycenione przez rynek. W tej sytuacji kredyt był uważany za prawidłowy. Załamanie cen na rynku nieruchomości i cen akcji prowadzi do sytuacji, w której papiery wartościowe, będące zabezpieczeniem kredytów, mogły spadać do po-

<sup>23</sup> M. Obstfeld, A. M. Taylor, *Global Capital Markets. Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge University Press, Cambridge 2004, s. 94.

<sup>24</sup> K. Okina, M. Shirakawa, S. Shiratsuka, wyd. cyt.

<sup>25</sup> C. Cook, C. Cookson, G. Tett, *Organic mechanics*, „Financial Times” 2009, Nov 27, London (UK); C. Cook, C. Cookson, G. Tett, *Finansiści szukają ratunku w biologii i fizyce*, „Dziennik Gazeta Prawna” 2009, 4-6 grudnia.

ziomu bardzo niskiego. To, że banki sprzedawały innym wierzytelności związane z udzielonymi kredytami albo traktowały je jako zastaw pod kolejne kredyty, zwiększyło zakres infekcji w całym systemie bankowym. Zwłaszcza wtedy, gdy zakres substandardowych kredytów był duży<sup>26</sup>.

Szymański (2009) identyfikując przyczyny kryzysu, stwierdza, że obecnie kryzys jest efektem nieradzenia sobie z funkcjonowaniem w ramach gospodarki globalnej. Kryzys jego zdaniem jest przejawem trudności na drodze przechodzenia od gospodarki narodowej do gospodarki globalnej, w której brakuje nie tylko podmiotu koordynującego, ale również wypracowanych narzędzi i sposobów dokonywania koordynacji. Niekompletność ekonomiczna globalizacji przyczyniła się do spotęgowania ruchliwości kapitału. Ruchliwość ta zwiększa zmienność, niepewność, ryzyko i niestabilność gospodarczą. Związane to jest ze zubożeniem mechanizmu alokacji, brak bowiem swobody w przepływie wielu dóbr i usług, a zasadnicze bariery występują w alokacji czynnika pracy. Olbrzymie różnice ekonomiczne i swoboda w alokacji jedynie kapitału powoduje, że nabiera on charakteru czynnika „lotnego”. Zdaniem cytowanego autora globalizacja rynków finansowych spowodowała, że wzajemne otwarcie rynków okazało się czymś więcej niż prostym zsumowaniem ich indywidualnych pojemności. Zwiększyła się podaż kapitału. Tej zwiększonej podaży przypisać można niskie stopy procentowe, które utrzymywały się przez długi czas na rynku globalnym. Ten niskoprocentowany kapitał stał się źródłem pożyczek na finansowanie spekulacji na rynku aktywów. Stało się to jednym z głównych czynników pobudzających optymizm inwestorów na rynku papierów wartościowych, co spowodowało gwałtowny wzrost cen i stóp zwrotu na nim. Te wyższe stopy zwrotu od inwestycji lokowanych na rynku kapitałowym zwiększyły koszty alternatywne od inwestycji w sferze realnej<sup>27</sup>.

## 5. Kierunki rozwoju globalizacji rynków finansowych

Podjmując wysiłki zmierzające do zidentyfikowania kierunków rozwoju globalizacji rynków finansowych, trzeba zadać sobie raz jeszcze pytanie o przyszłość samej globalizacji. W jakim kierunku ma zmierzać świat, a wraz z nim proces globalizacji? Zdaniem Chołaja (2009) nie można dzisiaj jednoznacznie powiedzieć, co będzie po kryzysie, nie brakuje natomiast odpowiedzi na pytania dotyczące sugerowanych scenariuszy przyszłości<sup>28</sup>. Staniszkis (2009) twierdzi, że „jakkolwiek nie można jeszcze mówić o końcu obecnego kryzysu, zarysowują się już pewne trwałe tendencje, wskazujące na to, jaki będzie świat po kryzysie. Przedewszystkim więc obecny kryzys odbuduje globalną dominację Zachodu. Koncen-

<sup>26</sup> W. Szymański, *Kryzys globalny. Pierwsze przybliżenie*, Difin, Warszawa 2009, s. 125.

<sup>27</sup> Tamże, s. 13–45.

<sup>28</sup> Szerzej: H. Chołaj, wyd. cyt.; W. Szymański, wyd. cyt.

trująca się na samej sobie Azja, wycofując się nieco z globalizacji, osłabi tym samym jej dynamikę. Jeśli idzie o Unię Europejską, jej podstawowym dylematem, unaocznionym przez obecny kryzys jest ewidentne przeregulowanie, które narusza często logikę wolnego rynku<sup>29</sup>. O pewnym spowolnieniu globalizacji pisze przywoływany powyżej Chołaj (2009). Jego zdaniem „założenie pewnego ‚spadku’ globalizacji jest oparte na wiarygodnej prognozie (brakuje jeszcze pełnych danych o parametrach globalizacji za okres kryzysu)”<sup>30</sup>. I dalej: „w przeszłości, kiedy fale globalizacji przetaczały się jedna za drugą, powodowały one wahania gospodarek narodowych – w zależności od wahań koniunktury na rynkach światowych. Fenomen tego rodzaju cofania się występuje i obecnie. Według wszelkiego prawdopodobieństwa tendencje te (widoczne na trzech kierunkach: rynku towarów i usług, inwestycji i siły roboczej) utrzymają się jeszcze, ale osłabną po wyjściu z kryzysu. Równocześnie będzie dokonywać się transformacja globalizacji, odchodzenie od jej neoliberalnego modelu oraz wzmaganie się transnarodowej regulacji podważającej dominację korporacji o zasięgu światowym”<sup>31</sup>. Opinia o trwałości globalizacji znajduje niejako potwierdzenie w wywodzie Fukuyamy (2009)<sup>32</sup>, który twierdzi, że „za daleko już zaszliśmy, jeśli chodzi o globalizację i za bardzo wszyscy na niej polegamy, aby nagle z niej zrezygnować”<sup>33</sup>.

Starając się przewidzieć efekty zachodzących zmian i ich znaczenie dla globalizacji rynków finansowych, istotne jest zidentyfikowanie procesów i czynników, które w największym stopniu formułują kształt rynku finansowego obecnie i zdaje się, że będą to czynić w przyszłości. Jako najbardziej znaczące w tym obszarze jawią się: deregulacja i reregulacja rynków finansowych, wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych oraz rynków papierów wartościowych oraz sfera zaawansowania technologicznego. W wyniku zniesienia kontroli dewizowej, popyt na papiery wartościowe i sekurytyzowane aktywa staje się bardziej globalny i nie ogranicza się już jedynie do inwestorów krajowych. Wzrost krajowego i międzynarodowego rynku kapitałowego pobudza procesy dezintermediacji zachodzące w obszarze finansowania przedsiębiorstw, a inwestorzy instytucjonalni kreują popyt na aktywa sekurytyzowane. Rozwój w technologii informacyjnej przyczynia się do szerszego dostępu do informacji na temat sytuacji przedsiębiorstw, zwiększając jednocześnie znaczenie agencji ratingowych czy banków inwestycyjnych<sup>34</sup>.

Wydaje się, że globalizację rynków finansowych będą więc kształtowały w przyszłości:

- procesy integracyjne zachodzące na rynkach finansowych,

<sup>29</sup> J. Staniszkis, *Antropologia władzy*, Prószyński i Spółka, Warszawa 2009, za: H. Chołaj, wyd. cyt.

<sup>30</sup> H. Chołaj, wyd. cyt.

<sup>31</sup> Tamże.

<sup>32</sup> Przedstawiciel orientacji neoliberalnej.

<sup>33</sup> F. Fukuyama, *Obecny kryzys to nic takiego*, „Fakt” 05.09.2009, za: H. Chołaj, wyd. cyt.

<sup>34</sup> A. Samborski, *Kierunki zmian w finansowaniu przedsiębiorstw w krajach wysoko rozwiniętych*, w: *Nowoczesność przemysłu i usług*, red. J. Pyka, TNOiK, Katowice 2007.

- rozwój technologii informacyjnej i komunikacyjnej,
- postęp w technikach zarządzania ryzykiem,
- postęp w międzynarodowym podziale pracy,
- konwergencja infrastruktury rynku finansowego,
- konwergencja regulacji prawnych,
- wzrost konkurencji na rynku usług finansowych.

## 6. Uwagi końcowe

Globalizacja rynków finansowych w dłuższej perspektywie czasu może przynieść gospodarce światowej określone korzyści. Warunkiem ich wykorzystania będzie przyjęcie w polityce monetarnej, jak i gospodarczej celów zorientowanych na stabilizację, co pozwoli przezwyciężyć ewentualne zagrożenia. Podkreślić należy również konieczność wprowadzenia transparentności i przejrzystości w system działań sektora finansowego, działającego zarówno na rynkach międzynarodowych, jak i lokalnych. Należy stworzyć globalny system finansowy, w którym decydenci poszczególnych krajów podejmować będą decyzje niezależnie od nacisku międzynarodowego prywatnego sektora finansowego. Należy stworzyć taki globalny system finansowy, w którym kraje zagrożone kryzysem finansowym mogłyby liczyć na efektywną pomoc międzynarodowych instytucji finansowych<sup>35</sup>.

## Literatura

- Arestis P., Basu S., Mallick S., *Financial globalization: the need for a single currency and a global central bank*, „Journal of Post Keynesian Economics” Vol. 27, Issue 3, (Spring) 2005, s. 507.
- Ayuso J., Blanco R., *Has financial market integration increased during the nineties?* Banco de España, documento de trabajo no. 9923, 1999.
- Bloomfield, A., *Short-term capital movements under the pre-1914 gold standard*, Princeton Studies in International Finance 1963, no. 11.
- Bordo M., Eichengreen B., Kim J., *Was there really an earlier period of international financial integration comparable to today?* NBER working paper no. 6738, 1998, September.
- Budnikowski A., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze wobec wyzwań globalizacji*, „Bank i Kredyt” 1/2003, dodatek „Globalizacja od A do Z”.
- Chołaj H., *Kryzys a globalizacja (krótki przewodnik)*, Materiały z konferencji „Przed-

<sup>35</sup> A. Samborski, *Globalizacja rynków finansowych*.

- siębiorstwo w warunkach kryzysu globalnego – wyzwania i szanse” organizowanej przez SGH w Warszawie 10.12.2009r.
- Clark W., *Environmental Globalization*, w: *Governance in a Globalizing World*. Brookings Institution Press, red. J. Nye, J. Donahue, Washington, D. C. 2000, s. 86-108.
- Cook C., C. Cookson, Tett G., *Finansiści szukają ratunku w biologii i fizyce*, „Dziennik Gazeta Prawna”, 4-6 grudnia 2009.
- Cook C., C. Cookson, Tett G., *Organic mechanics*, „Financial Times” 2009, Nov 27, London (UK).
- Dreher A., N. Gaston, P. Martens, *Measuring Globalization — Gauging its Consequence*, Springer, New York 2008.
- Flandreau M., Rivière C., *La grande ‘retransformation’? Contrôles de capitaux et intégration financière internationale, 1880-1996*, „Economie internationale” 1999, no. 78.
- Fukuyama F., *Obecny kryzys to nic takiego*, „Fakt”, 05.09.2009.
- Gabryś L., *Globalizacja i integracja – stopień zbieżności i rozbieżności*, w: *Systemy gospodarcze i ich ewolucja. Model polskiej gospodarki w kontekście przyszłego członkostwa w Unii Europejskiej*, red. S. Swadźba, AE, Katowice 2002, s. 115.
- Galati G., Tsatsaronis K., *The impact of the euro on Europe’s financial markets*, BIS, BIS Working Papers No 100, July 2001.
- Issing O., *The globalisation of financial markets*, European Central Bank, 12 September 2000, www.ecb.int.
- Keohane R., Nye J., *Introduction*, w: *Governance in a Globalizing World*. Brookings Institution Press, red. J. Nye, J. Donahue, Washington, D. C. 2000.
- Mączyńska E., *Przedsiębiorstwa wobec skutków kryzysu i naruszonej równowagi*, Materiały z konferencji „Przedsiębiorstwo w warunkach kryzysu globalnego – wyzwania i szanse” organizowanej przez SGH w Warszawie 10.12.2009r.
- Misala J., *Lokalizacja działalności gospodarczej w warunkach globalizacji w świetle teorii*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 3, dodatek „Globalizacja od A do Z”.
- Müller A., *Globalizacja — mit czy rzeczywistość?*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 5, dodatek „Globalizacja od A do Z”.
- Norris P., *Global Governance and Cosmopolitan Citizens*, w: *Governance in a Globalizing World*, red. J. Nye, J. Donahue, Brookings Institution Press, Washington, D. C. 2000.
- Obstfeld M., Taylor A. M., *Global Capital Markets. Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge University Press, Cambridge 2004.
- Obstfeld M., Taylor A., *The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run*, NBER, NBER Working Paper No. 5960, Cambridge, MA 1997.
- Obstfeld M., *International Capital Mobility in the 1990s*, w: *Understanding Independence*, red. P. Kenen, Princeton University Press, 1994.
- Okina K., Shirakawa M., Shiratsuka S., *Financial Market Globalization: Present and Future*, „Monetary and Economic Studies”, December 1999.
- Oreziak L., *Globalizacja rynków finansowych*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 2, dodatek „Globalizacja od A do Z”.

- Prasad E., Rogoff K., Shang-Jin Wei M., Kose A., *Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries*, NBER, Working Paper 10942, Cambridge, MA December 2004, s. 4.
- Samborski A., *Finansowanie przedsiębiorstw poprzez emisje papierów wartościowych*, Akademia Ekonomiczna, Katowice 2007.
- Samborski A., *Globalizacja rynków finansowych*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2004, nr 3.
- Samborski A., *Kierunki zmian w finansowaniu przedsiębiorstw w krajach wysoko rozwiniętych*, w: *Nowoczesność przemysłu i usług*, red. J. Pyka, TNOiK, Katowice 2007.
- Samborski A., *Rynki kapitałowe w krajach strefy euro*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2003, nr 1.
- Samborski A., *Rynki papierów wartościowych w krajach Unii Europejskiej*, Akademia Ekonomiczna, Katowice 2004.
- Schmukler S. L., *Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries*, „Economic Review — Federal Reserve Bank of Atlanta”, 2004 (Second Quarter), Vol. 89, Issue 2; s. 39-67.
- Staniszki J., *Antropologia władzy*, Prószyński i Spółka, Warszawa 2009.
- Stulz R. M., *The Limits of Financial Globalization*, NBER, Working Paper 11070, Cambridge, MA January 2005.
- Szymański W., *Kryzys globalny. Pierwsze przybliżenie*, Difin, Warszawa 2009.
- Wild J., Wild K., Han J., *International Business. The Challenges of Globalization*, Pearson, International Edition 2010.
- Zorska A., *Ku globalizacji? Przemiany w korporacjach transnarodowych i w gospodarce światowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- 2010 KOF Index of Globalization. <http://globalization.kof.ethz.ch>