Tomasz KOWALAK

GENEZA I ROZWÓJ ZJAWISKA GLOBALIZACJI RYNKÓW FINANSOWYCH

Wstęp

Bardzo wiele miejsca w literaturze, szczególnie od początku lat osiemdziesiątych ubiegłego wieku, poświęca się zjawisku globalizacji. Globalizacja nie doczekała się na razie jednej, powszechnie akceptowanej definicji, co wynika głównie ze złożoności tego procesu. Pojęcia tego używa się dla określenia zjawisk politycznych, socjologicznych, ale przede wszystkim gospodarczych.

Globalizacja, jak to wynika z samej jej nazwy, związana jest z procesami, zachodzącymi w wymiarze globalnym, czyli ogólnoświatowym. Jej mianem dość ogólnie można określić wzrost powiązań i współzależności pomiędzy państwami[1] w różnych dziedzinach, obszarach ich funkcjonowania[2]. W większości powiązania te dotyczą sfery gospodarczej, dlatego też bardzo często na tej płaszczyźnie próbuje się definiować globalizację[3]. Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) na przykład definiuje globalizację jako proces, w wyniku którego rynki krajowe oraz procesy wytwórcze stają się coraz bardziej powiązane poprzez wymianę towarów i usług oraz przez przepływ kapitału. A. Zorska wymienia kilka ważnych cech procesu globalizacji, charakteryzujących to zjawisko[4]:

---

[1] Współzależności te mogą dotyczyć zlokalizowanych w tych państwach jednostek, podmiotów.

[2] A. Gwiazda, *Globalizacja i regionalizacja gospodarki światowej*, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń 2000, s. 9.

[3] W wielu ujęciach globalizacji zwraca się uwagę na rolę i znaczenie handlu międzynarodowego, bezpośrednich inwestycji zagranicznych (*Foreign Direct Investments* – FDI), rozwój nowoczesnych technologii, czyli wszystkiego tego co oddziałuje i składa się na powiązania o charakterze gospodarczym. A. Zorska, *Ku globalizacji? Przemiany w korporacjach transnarodowych i w gospodarce światowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 14-15.

[4] Ibidem, s. 14-15.

- wielowymiarowość związana z dokonywaniem się globalizacji w różnych dziedzinach życia i wieloaspektowość odnoszona raczej do sfery gospodarczej, a konkretnie do przekroju gospodarki na różne jej części (rynki),
- międzynarodowa współzależność, która uwidacznia się w sieci różnego rodzaju powiązań pomiędzy państwami, podmiotami,
- związek z rozwojem nauki, technologii i organizacji,
- dialektyczny charakter związany z występowaniem różnych, także często odmiennych zjawisk czy procesów towarzyszących globalizacji,
- integrowanie.

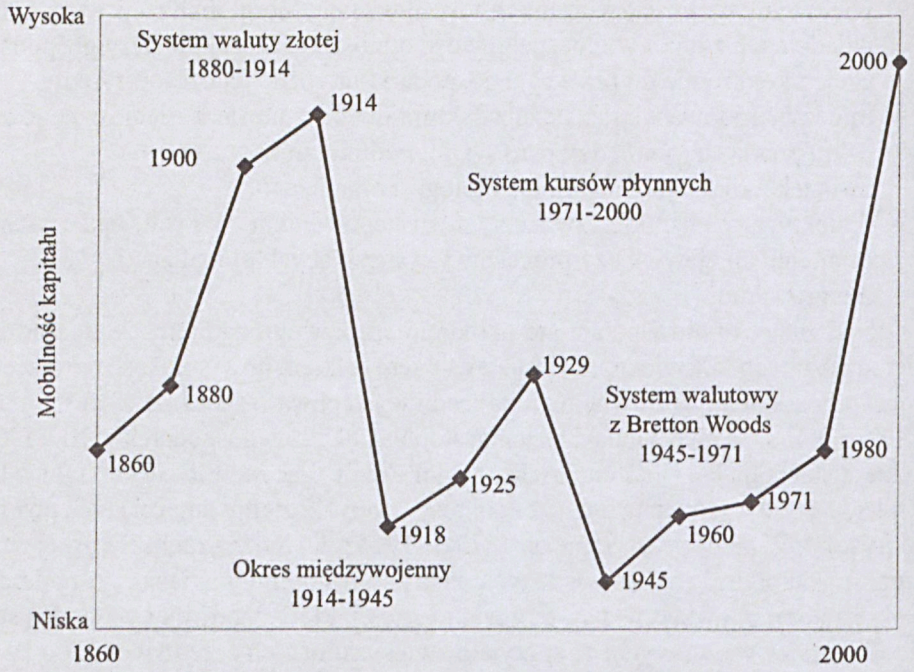
Globalizacja, mimo że stała się przedmiotem żywego zainteresowania od lat osiemdziesiątych XX wieku, nie jest zjawiskiem całkiem nowym. Dość powszechne jest przekonanie, że zjawisko globalizacji występowało znacznie wcześniej niż w XX wieku[5]. Ciekawe wnioski na temat stopnia powiązań gospodarek w XIX i XX wieku dostarczają M. Obstfeld i A. M. Taylor. Analizując mobilność kapitału w latach 1870-2000 wyróżniają oni cztery okresy (etapy) kształtowania się tych powiązań (rys. 1)[6]. W pierwszym etapie od 1870 do 1914 roku można zaobserwować duże przepływy kapitału, co ma świadczyć o znacznym stopniu powiązań gospodarek. W okresie tym obowiązywał system waluty złotej, który zapewniał względną stabilność kursów walutowych, co sprzyjało zwiększaniu tych przepływów[7]. Po 1914 roku nastąpił gwałtowny spadek przepływów kapitału spowodowany wybuchem I wojny światowej. Wielki kryzys na przełomie lat dwudziestych i trzydziestych XX wieku w Stanach Zjednoczonych oraz rozpoczęcie kolejnej, II wojny światowej pogłębiły izolacje gospodarek narodowych. Był to drugi etap. Trzeci etap przypada na lata 1945-1971, czyli okres obowiązywania systemu kursów z Bretton-Woods. Był to okres wzrostu przepływów kapitału i próby odbudowy powiązań zerwanych w wyniku prowadzonych wojen. O ile wzrost ten w okresie obowiązywania systemu Bretton-Woods miał charakter dość łagodny, o tyle po upadku tego systemu (1972), był bardzo gwałtowny (w szczególności od lat osiemdziesiątych)[8]. Od tego bowiem czasu obserwuje się wyraźny wzrost stopnia powiązań gospodarek naro-

[5] Panują jednak istotne rozbieżności co do wskazania okresu, od którego rozpoczął się proces globalizacji. Pojawiają się teorie, że przełomem dla tego procesu było odkrycie Ameryki w 1492 roku lub nawet znacznie wcześniej, w innych teoriach z kolei wskazuje się, że jeszcze w XIX wieku gospodarka światowa była kompletnie zdefragmentowana. K. H. O'Rourke, J. G. Williamson, *When Did Globalization Begin*? NBER Working Paper 7632, April 2000; A. M. Taylor, *Globalization, Trade, and Development: Some Lessons From History*, NBER Working Paper 9326 November 2002.

[6] Rysunek 1 ma jedynie charakter poglądowy i służy ukazaniu poszczególnych faz rozwoju światowych powiązań gospodarczych. M. Obstfeld, A. M. Taylor, *Globalization and Capital Markets*, NBER Working Paper 8846, March 2002, s. 4-7.

[7] Wzmożony przepływ kapitału w tamtym okresie był przede wszystkim efektem przeprowadzania na szeroką skalę inwestycji infrastrukturalnych na przykład budowa sieci kolejowej.

[8] M. Obstfeld, A. M. Taylor, *Globalization*, s. 4-7.



Rys. 1. Mobilność kapitału w latach 1860-2000

Źródło: M. Obstfeld, A. M. Taylor, *Globalization and Capital Markets*, NBER Working Paper 8846, March 2002, s. 6

dowych, uwidaczniający się nie tylko przepływem kapitału, ale przede wszystkim wzrostem obrotów handlowych. Coraz częściej zaczęto używać określenia globalizacja dla opisu tego typu zjawisk.

Jednym z obszarów, na którym procesy globalizacyjne odcisnęły największe piętno, szczególnie od lat siedemdziesiątych i osiemdziesiątych XX wieku, są w skali rynki finansowe. Wzrost powiązań i współzależności tych rynków, jaki dokonał się na przestrzeni ostatnich dziesięcioleci XX wieku w skali światowej, jest imponujący. Rozwój nowoczesnych technologii oraz liberalizacja i deregulacja rynków finansowych umożliwiły pośrednikom finansowym większe zaangażowanie na rynkach światowych. Dodatkowo wzrost wymiany międzynarodowej stworzył potrzebę świadczenia usług finansowych na wielu rynkach, poprzez chociażby konieczność wymiany walut i ograniczania ekspozycji na ryzyko kursowe (instrumenty pochodne). Ponadto ciągłe poszukiwanie wysokich stóp zwrotu z inwestycji z jednej strony, a chęć dywersyfikacji portfela inwestycyjnego z drugiej, zmusiło inwestorów do szukania atrakcyjnych lokat poza rynkami krajowymi. W tak zmieniających się warunkach wiele podmiotów dokonujących transakcji na rynkach finansowych zostało zmuszonych do przeorientowania własnych strategii działania i dostosowania ich do zmian wywołanych globalizacją tych rynków.

1. Przesłanki globalizacji rynków finansowych

Wyraźne przyspieszenie procesów globalizacyjnych na rynkach finansowych nastąpiło w latach osiemdziesiątych XX wieku. Wzrost stopnia współzależności tych rynków należy wiązać przede wszystkim z liberalizacją rynków finansowych, deregulacją sektora finansowego oraz rozwojem nowoczesnych technologii.

1.1. Liberalizacja i deregulacja rynków finansowych

Liberalizację rynków finansowych należy z pewnością uznać za czynnik, który w znacznym stopniu oddziałuje na proces globalizacji, zachodzący na tych rynkach. Liberalizacja związana jest ze złagodzeniem ograniczających przepisów prawnych w jakiejś określonej dziedzinie[9], a w tym konkretnym przypadku dotyczy rynków finansowych. W odniesieniu do tych rynków sprowadza się ona przede wszystkim do eliminowania ograniczeń w swobodnym przepływie kapitału oraz świadczenia usług finansowych[10].

Liberalizacja rynków finansowych może być rozpatrywana na bardzo wielu płaszczyznach. Może dotyczyć stosunków krajowych (liberalizacja narodowych rynków finansowych), kiedy znoszone są ograniczenia w zakresie regulacji stóp procentowych czy obrotu dewizowego, a także innych ograniczeń w zakresie funkcjonowania krajowych instytucji finansowych[11]. Może też dotyczyć stosunków zagranicznych – w odniesieniu na przykład do rynków akcji liberalizacja może polegać na znoszeniu ograniczeń zakupu krajowych papierów przez nierezydentów, a zagranicznych przez rezydentów, a także ograniczeń dotyczących zaangażowania nierezydentów w podmiotach krajowych (limity co do liczby posiadanych głosów na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy, terminy wycofywania się z inwestycji)[12]. Największe znaczenie z punktu widzenia globalizacji rynków finansowych ma liberalizacja przepływów kapitałowych.

Liberalizacja w dziedzinie przepływów kapitałowych sprowadza się do likwidowania (stopniowego lub jednorazowego) ograniczeń uniemożliwiających swobodny przepływ kapitału pomiędzy krajami. Ograniczeniami tymi najczęściej są[13]:

[9] *Nowy leksykon PWN*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 938.

[10] *Liberalisation of Financial Services*, International Financial Services, January 2000, s. 3-4, www.ifsl.org.uk.

[11] G.L. Kaminsky , S.L. Schmukler, *Short-Run Pain Long Term Gain: The Effect of Liberalization*, IMF Working Paper, no. 34, February 2003, s. 9; L. Oręziak, *Globalizacja rynków finansowych*, Bank i Kredyt, Dodatek Globalizacja od A do Z, luty 2003, s. 5.

[12] P.B. Henry, *Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices*, The Journal Of Finance no. 2, April 2000.

[13] A. Ariyoshi, *Country Experiences with the Use and Liberalization of Capital Controls*, International Monetary Fund 1999, s. 7.

- całkowity lub częściowy zakaz zawierania transakcji z nierezydentami,
- opodatkowanie transakcji transgranicznych,
- stosowanie różnych kursów walutowych dla różnego rodzaju zawieranych transakcji,
- obowiązek utrzymywania nieoprocentowanych depozytów dla nierezydentów przeprowadzających transakcje z podmiotami krajowymi.

Proces liberalizacji przebiega w sposób nierównomierny, jeśli chodzi o terminy i sposób jej przeprowadzania. Kraje rozwinięte, takie jak Stany Zjednoczone czy Wielka Brytania (określane także jako uprzemysłowione), już w połowie lat siedemdziesiątych mogły się poszczycić dużymi osiągnięciami w zakresie liberalizacji, szczególnie w aspekcie przepływu kapitału. W przypadku krajów rozwijających się tylko niektóre z nich rozpoczęły wdrażanie pewnych reform w tym okresie. Przebieg procesów liberalizacji w tych krajach przebiegał zresztą dwuetapowo. W pierwszym okresie, obejmującym późne lata siedemdziesiąte i początek lat osiemdziesiątych podjęto działania, zmierzające do liberalizacji krajowych rynków finansowych oraz zajęto się likwidacją ograniczeń w przepływie kapitału. Jednak krajowe rynki giełdowe pozostawały zamknięte dla inwestorów zagranicznych. Etap ten został przerwany wraz z rozpoczęciem się kryzysu zadłużeniowego w 1982 roku. Kolejny etap liberalizacji rozpoczął się na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych, kiedy to zniesiono ograniczenia dostępu do rynków akcji oraz dokończono liberalizację przepływów kapitałowych.

W wypadku znoszenia ograniczeń w swobodnym przepływie kapitału należy zwrócić uwagę na ogromną rolę, jaką odegrały w tym zakresie Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) oraz Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD). Państwa należące do Międzynarodowego Funduszu Walutowego zostały zobowiązane, zgodnie ze statutem MFW, do stopniowego znoszenia ograniczeń w przepływie kapitału, przynajmniej w zakresie transakcji objętych bilansem obrotów bieżących. Międzynarodowy Fundusz Walutowy wspiera także proces eliminowania restrykcji w odniesieniu do transakcji objętych rachunkiem kapitałowym bilansu płatniczego, jednakże z gorszymi wynikami niż w przypadku transakcji objętych bilansem obrotów bieżących. Kodeks liberalizacji przepływów kapitałowych (*Code of liberalisation of capital movements*) opracowało z kolei OECD. Ma on na celu promowanie swobodnego przepływu kapitału pomiędzy swoimi członkami. Kodeks skupia się na bardzo wielu obszarach, w ramach których dokonywany jest obrót kapitału między krajami – przepływy związane z inwestycjami bezpośrednimi, przepływy prywatne, transfery funduszów nierezydentów itd.[14]

[14] E. Chrabąszczewska, L. Oręziak, *Międzynarodowe rynki finansowe*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2000, s. 149-150; S. Griffith-Jones, R. Gottschalk, X. Cirera, *The OECD Experience With Capital Account Liberalisation*, Institute of Development Studies, University of Sussex, November 2000, s. 9.

Oprócz liberalizacji najczęściej wymienianym czynnikiem oddziałującym na procesy globalizacji rynków finansowych jest deregulacja tych rynków. Jest ona związana z funkcjonowaniem pośredników finansowych, a polega na łagodzeniu, a także znoszeniu ograniczeń w ich działalności.

Sektor finansowy należy do jednego z najbardziej poddanych kontroli i regulacjom obszarów funkcjonowania gospodarki. Wynika to przede wszystkim z ogromnego znaczenia tego sektora i jego wpływu na przebieg procesów gospodarczych. Pośrednicy finansowi należą do grupy instytucji zaufania publicznego. Stąd regulacja ich działalności miała, i ma nadal, za zadanie przeciwdziałanie niekorzystnym zjawiskom, prowadzącym do niemożności wykonywania podstawowych zadań tych podmiotów i utraty zaufania.

Deregulacja sektora finansowego nabrała tempa w latach osiemdziesiątych. W wielu krajach, przede wszystkim rozwiniętych gospodarczo, wprowadzono istotne zmiany, mające wpływ na funkcjonowanie całego rynku finansowego. W 1986 roku w Wielkiej Brytanii zniesiono restrykcje związane z członkostwem w londyńskiej giełdzie papierów wartościowych (London Stock Exchange – LSE) oraz ograniczenia odnoszące się do zakresu świadczenia usług w ramach obrotu giełdowego. Chodziło tu przede wszystkim o zniesienie rozgraniczenia czynności wykonywanych przez brokerów (nabywających papiery wartościowe na zlecenie i rachunek klienta) oraz tzw. jobbers (nabywających papiery wartościowe na własny rachunek). Umożliwiono ponadto szerszemu gronu podmiotów finansowych uczestniczenie w organizowaniu emisji obligacji. Zmiany wprowadzone w roku 1986 zostały określone jako Big Bang.

W Stanach Zjednoczonych bardzo ważnym wydarzeniem, związanym z deregulacją sektora finansowego, było zniesienie obowiązującej od 1933 roku ustawy Glass-Steagall Act, która oddzielała prowadzenie działalności w obszarze bankowości inwestycyjnej (zajmującej się świadczeniem usług na rynku papierów wartościowych) od komercyjnej, skupionej na działalności depozytowo kredytowej. Ustawa ta ostatecznie została zniesiona w 1999 roku przez Gramm-Leach-Bliley Act[15]. Z kolei uchwalony w 1994 roku – The Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act znosił restrykcje, ograniczające prowadzenie przez banki działalności międzystanowej, umożliwiając świadczenie usług na terenie całego kraju[16].

[15] R. Walkiewicz, *Banki na rynku kapitałowym w Polsce*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 1999, s. 98.

[16] N. Pain, D. van Welsum, *Financial Liberalisation, Alliance Capitalism and the Changing Structure of Financial Markets*, National Institute of Economic and Social Research, London, July 2002, s. 4.

1.2. Rozwój nowoczesnych technologii

Niewątpliwie czynnikiem bardzo silnie oddziałującym na wzrost powiązań i współzależności rynków finansowych w skali całego świata (zresztą nie tylko rynków finansowych) jest szybki rozwój nowoczesnych technologii, szczególnie w obszarze związanym z informatyką i telekomunikacją. Nowoczesne technologie w dużej mierze wpływają na sposób funkcjonowania całego sektora finansowego, w tym przede wszystkim pośredników finansowych. Wpływ ten dotyczy[17]:

- zdolności i możliwości sprzedaży usług i produktów,
- kreowania i wprowadzania na rynek nowych usług i produktów,
- wchodzenia na poszczególne rynki i segmenty nowych podmiotów[18],
- przetwarzania i wykorzystania informacji – większe zdolności w zakresie przechowywania informacji oraz możliwości ich wielostronnej analizy, co ma znaczenie w konstrukcji usług i produktów, a także w lepszym budowaniu relacji z klientem.

Nowoczesne technologie w istotny sposób oddziałują na zdolność podmiotów sektora finansowego do świadczenia usług finansowych w przestrzeni wielu rynków. Zwiększają możliwości dystrybucji usług czy też produktów finansowych w ramach szerszego obszaru geograficznego, a także udostępniają je po coraz niższych kosztach[19]. Ogromne znaczenie w tej kwestii ma niezwykle dynamiczny rozwój internetu od początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku. Jest on wykorzystywany na masową skalę przez podmioty finansowe w dystrybucji swoich usług i produktów. Banki już powszechnie umożliwiają posiadaczom rachunków bankowych wykonywanie operacji przez internet, zakładanie takich rachunków, nabywanie papierów wartościowych oraz kupno usług ubezpieczeniowych. Takie podejście w znaczący sposób wpływa na relacje banków z klientami, umożliwiając zwiększenie skali działania oraz obniżenie kosztów funkcjonowania. Ma to ogromne znaczenie dla rozpowszechniania świadczenia usług o charakterze transgranicznym[20]. Także pośrednicy na rynkach papierów wartościowych (mogą to być równie dobrze banki) zyskują bardzo dużo na zastosowaniu nowoczesnych technologii. Sprzedaż papierów wartościowych na rynku pierwotnym może odbywać się poprzez internet, co

[17] *Report On Consolidation in The Financial Sector*, Group of Ten, January 2001, s. 71.

[18] Ogólna dostępność do określonych technologii (a także w tym wypadku deregulacja sektora finansowego) powoduje, że następuje zacieranie się dotychczasowego podziału obszarów, na których funkcjonują poszczególne podmioty sektora finansowego, a także wchodzenia na ten obszar podmiotów niefinansowych.

[19] Przykładowo koszt trzyminutowego połączenia telefonicznego między Nowym Jorkiem a Londynem kształtował się w 1930 roku na poziomie 244,65 USD (w cenach z 1990), w 1960 roku wynosił 45,86 USD, a w 1990 roku – 3,32 USD. R. Herring, *International Financial Integration: The Continuing Process*, Wharton School Working Papers 94-23, July 1994, s. 1.

[20] M. Szcześ, S. Jakubiec, *Elektroniczne usługi finansowe – charakterystyka rynku, wyzwania i inicjatywy regulacyjne*, Narodowy Bank Polski, Materiały i Studia, z. 139, luty 2002, s. 9.

stwarza szanse na dotarcie do szerszego spektrum inwestorów. Prezentacje samego emitenta tzw. *roadshows* mogą odbywać się za pomocą telekonferencji i prezentacji wideo. Pozwala to zmniejszyć ogólne koszty emisji i zwiększyć zainteresowanie inwestorów, także tych spoza kraju emitenta[21].

Rozwój nowoczesnych technologii w znaczący sposób wpłynął na cały rynek papierów wartościowych, włączając weń organizację obrotu instrumentami na tym rynku. Giełdy papierów wartościowych rozwijają nowoczesne platformy handlu papierami wartościowymi (np. platforma NSC wykorzystywana przez Euronext i WGPW), umożliwiające ograniczanie kosztów funkcjonowania systemu obrotu tymi instrumentami, zwiększenie jego przepustowości oraz szybkości realizacji zleceń. Na rynkach papierów wartościowych pojawiają się coraz częściej tzw. alternatywne systemy handlu papierami wartościowymi (Alternative Trading Systems – ATS)[22], które stworzono w celu łączenia zleceń składanych przez inwestorów w obrocie papierami wartościowymi. W praktyce elektroniczne systemy handlu stanowią konkurencję dla tzw. *market makerów* dotychczas zajmujących się właśnie łączeniem zleceń[23].

Wykorzystanie nowoczesnych technologii przez uczestników rynków finansowych wywiera ogromny wpływ na zachodzące na tych rynkach zmiany, szczególnie w kontekście procesów związanych z globalizacją. Zwiększająca się stale skala świadczenia usług finansowych, niższe koszty i czas wykonywania transakcji, osiągane poprzez chociażby konsolidację systemów rozliczeniowych poszczególnych instytucji, zachęcają klientów do zawierania tych transakcji w skali międzynarodowej. Klienci zyskują dostęp do coraz szerszego zakresu informacji po niższych kosztach. Pozwala to śmielej podejmować decyzję w zakresie alokacji kapitału czy też wyboru instytucji świadczącej usługi finansowe także na innych rynkach finansowych. Wszystko to z pewnością pozytywnie oddziałuje na globa-

[21] *Report to the Congress: The Impact of Recent Technological Advances on the Securities Markets*, Securities and Exchange Commission, http://www.sec.gov.

[22] Do alternatywnych systemów obrotu zaliczane są m.in. elektroniczne systemy komunikacyjne (Electronic Communication Networks – ECN). Powstanie, a następnie rozwój ECN nastąpił w Stanach Zjednoczonych i był związany przede wszystkim z funkcjonowaniem rynku NASDAQ. Według danych na koniec grudnia 2000 roku udział poszczególnych ECN w obrocie na rynku NASDAQ (mierzonego procentem obrotu wyrażonego w dolarach) wynosił: Instinet – 14,7%, Island – 10,4%, Redi-Book – 3,6%, Archipelago – 1,5%, Brut – 1,6%, B-Trade – 1,8%. Jednocześnie największy, działający w Stanach Zjednoczonych, ECN – Instinet, będący własnością Reuters, odnotował w roku 2000 obrót rzędu 66,7 mld akcji, co stanowiło około 25% obrotu odnotowanego na New York Stock Exchange (262,5 mld). E. J. Busato, *The Electronic Communication Networks and the Internet: a New Concept of Business in the Capital Market*, The George Washington University, Washington D.C., April 2001; P. G. Mahoney, *Information Technology and the Organization of Securities Markets*, The Wharton School, University of Pennsylvania, February 2002.

[23] E. J. Busato, *The Electronic Communication*, s. 16.

lizację i integrację rynków, czyniąc ją w pewien sposób nieuchronną, wymuszoną przez sam rozwój technologiczny[24].

2. Postępy procesu globalizacji rynków finansowych

Globalizacja rynków finansowych przybrała zdecydowanie na sile w ostatnich dziesięcioleciach. Ze względu na wielopłaszczyznowość tego procesu nie ma jednej, uniwersalnej miary, w sposób wyczerpujący opisujący globalizację tych rynków. Można jednakże, na podstawie informacji o stopniu rozwoju rynków finansowych, wyciągnąć określone wnioski o zakresie procesów globalizacyjnych.

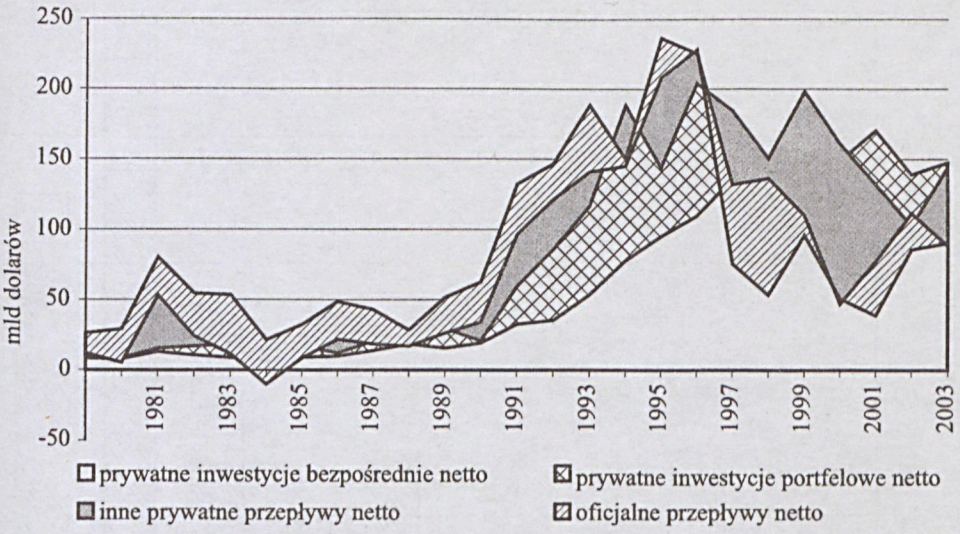
Typowym sygnałem o wzroście powiązań między poszczególnymi gospodarkami w skali światowej, co dotyczy także rynków finansowych, jest wzrost przepływów kapitału. Jak pokazuje rysunek 1, od początku lat osiemdziesiątych XX wieku wzrost ten jest bardzo gwałtowny. Szczególne znaczenie w tej kwestii mają procesy liberalizacji przepływów kapitałowych. Efektem tego jest wzrost przepływu kapitału w skali światowej. Rysunek 2 ilustruje, jak kształtowały się przepływy kapitałowe w odniesieniu do państw rozwijających się, które w ostatnich latach poczyniły bardzo duże postępy w znoszeniu ograniczeń w swobodnym przepływie kapitału. Liberalizacja rynków finansowych w tych krajach zaowocowała bardzo gwałtownym wzrostem (szczególnie z początkiem lat dziewięćdziesiątych XX wieku) prywatnych inwestycji netto w tych krajach (przede wszystkim inwestycji bezpośrednich oraz portfelowych). Wzrost ten trwał aż do 1997 roku, po którym nastąpiło załamanie, wywołane po części kryzysem azjatyckim z 1998 roku. Największy poziom prywatnych przepływów netto w latach 1990-1997 zanotowały odpowiednio: Chiny – około 150 mld USD, Brazylia – ponad 130 mld USD i Meksyk – prawie 120 mld USD[25].

Oprócz wielkości przepływów kapitału o tendencjach w zakresie globalizacji rynków finansowych może informować skala transakcji wymiany walut na świecie. Średni obrót w kwietniu 2001 roku wynosił 1,20 bln dolarów, podczas gdy jeszcze w końcu lat osiemdziesiątych był o połowę mniejszy i wynosił 590 mld dolarów[26]. Ciągły wzrost obrotów notuje się w transakcjach swapami walutowymi – w 1989 roku obrót ten wyniósł 190 mld dolarów, podczas gdy w 2001 osiągnął poziom 656 mld dolarów. Rosnące obroty na rynkach walutowych wynikają

[24] *Future Prospects for National Financial Markets and Trading Centres*, Financial Market Trends no. 78, OECD March 2001, s. 57-58; F. Mishkin, P. Starhan, *What Will Technology Do to Financial Structure*? NBER Working Paper no. 6892, January 1999, s. 12-14.

[25] A. Lopez-Mejia, *Large Capital Flows: A Survey of Causes, Consequences, and Policy Responses*, IMF Working Paper 1999, no. 17, s. 19.

[26] W roku 1998 obrót ten był jeszcze wyższy i wynosił 1,41 bln dolarów.



Rys. 2. Prywatne przepływy kapitałowe netto do krajów rozwijających się

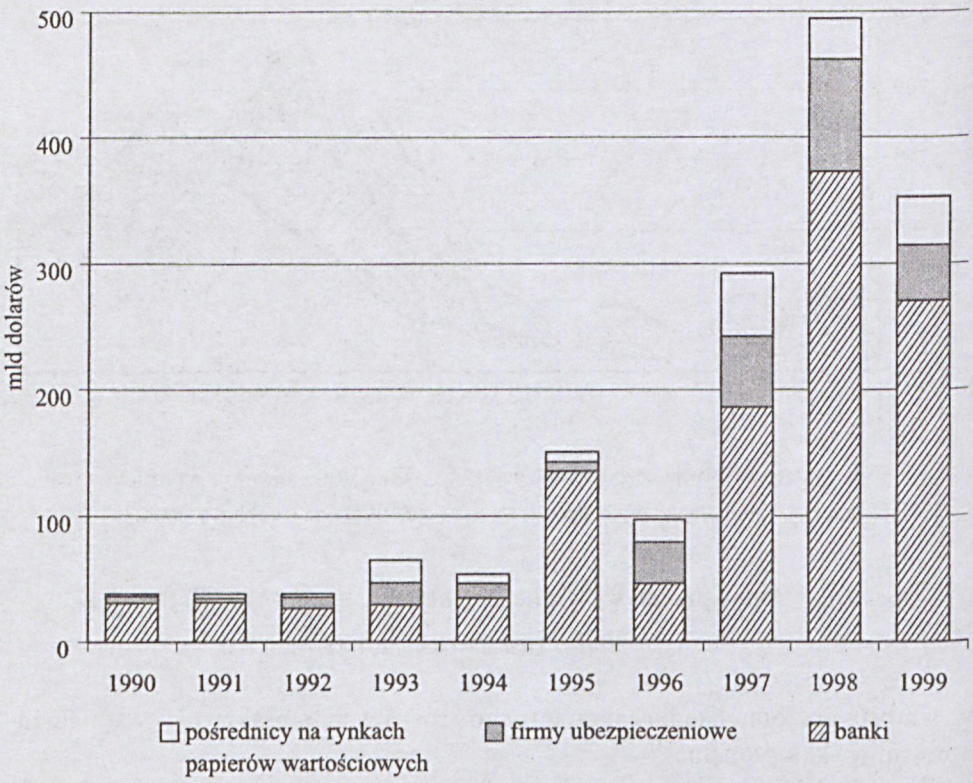
Źródło: *The World Economic Outlook*, IMF, April 2003

ze wzrostu poziomu handlu zagranicznego i rosnących transakcji aktywami finansowymi w skali globalnej[27].

Wraz z globalizującym się rynkiem finansowym instytucje finansowe starają się być coraz bardziej konkurencyjne na rynku globalnym. Jednym ze sposobów zwiększania konkurencyjności jest właśnie łączenie się (Mergers and Acquisitions – M&A) podmiotów w większe i silniejsze organizmy, będące w stanie zwiększyć skalę działania z jednej strony i ograniczyć koszty funkcjonowania – z drugiej rysunek 3 pokazuje wartość transakcji M&A w latach dziewięćdziesiątych. Widać wyraźnie bardzo znaczny wzrost wartości tych transakcji, szczególnie od roku 1995, kiedy to osiągnęły one wartość 150 mld dolarów (największą wartość transakcji M&A odnotowano w 1998 roku). Zdecydowanie najwięcej fuzji i przejęć nastąpiło w sektorze bankowym (ponad 70%) z tym, że w przeważającej większości dotyczyło to transakcji wśród podmiotów krajowych (ponad 80% ogółu transakcji w sektorze bankowym). Generalnie w całym sektorze finansowym fuzje i przejęcia dokonywały się pomiędzy podmiotami krajowymi, chociaż można odnotować ich wzrost. W latach 1991-1993 liczba transakcji transgranicznych M&A stanowiła około 12% wszystkich transakcji M&A, a ich wartość – 8,8%. W latach 1997-1999 wskaźniki te kształtowały się już odpowiednio na poziomie[28] 19,3 i 13%. Mimo że stosunek

[27] *Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2001*, Triennial Central Bank Survey, Bank for International Settlements, March 2002, s. 5.

[28] N. Pain, D. van Welsum, *Financial Liberalisation*, s. 8-9.



Rys. 3. Wartość transakcji fuzji i przejęć pośredników finansowych w latach dziewięćdziesiątych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Report on Consolidation in The Financial Sector*, Group of Ten, January 2001

transakcji transgranicznych do transakcji M&A ogółem kształtuje się na dość niskim poziomie, należy spodziewać się ich wzrostu. Wzrastająca konkurencja na rynku globalnym będzie wzmagała presję na dalsze łączenie się instytucji finansowych.

Oprócz fuzji i przejęć wśród pośredników finansowych w ostatnich latach wyraźnie można zauważyć rozwój współpracy pomiędzy innymi uczestnikami rynków finansowych. Dobrym przykładem są giełdy papierów wartościowych. W Europie w 2000 roku rozpoczęła działalność giełda Euronext powstała z połączenia giełd w Paryżu, Amsterdamie i Brukseli oraz giełdy w Lizbonie przyłączonej w 2002 roku. Na starym kontynencie powstała także jedna z największych na świecie giełd instrumentów pochodnych – Eurex, która obejmuje rynek niemiecki i szwajcarski. Jednocześnie warto zwrócić uwagę na inne inicjatywy w zakresie współpracy giełd na świecie. Jedną z nich jest chęć powołania Global Equity Market (GEM), na którym w sposób ciągły mają być notowane największe i najbardziej znaczące

spółki giełdowe na świecie. W projekcie tym uczestniczą m.in. Euronext, NYSE, Tokyo Stock Exchange[29].

3. Korzyści i zagrożenia wynikające z globalizacji rynków finansowych

Globalizacja rynków finansowych niesie za sobą zarówno korzyści, jak i określonego rodzaju zagrożenia. Do podstawowych korzyści z globalizacji rynków finansowych, a odnoszących się do rozwoju tych rynków, należy zaliczyć:

- **poprawę efektywności inwestowania** poprzez możliwość lepszej dywersyfikacji portfela inwestycyjnego pod kątem uzyskiwanych dochodów i ekspozycji na ryzyko,
- **wzrost konkurencji między pośrednikami finansowymi**, co prowadzi do spadku cen świadczonych usług, do powstawania innowacyjnych produktów finansowych,
- **redukcję kosztów funkcjonowania rynków finansowych** w wyniku promowania wspólnych standardów i rozwiązań (np. w dziedzinie rozliczeń transakcji),
- **redukcję kosztów pozyskania kapitału**, na przykład dla przedsiębiorstw, które mogą go pozyskać bezpośrednio na rynku, na którym jest on relatywnie tańszy.

Wymienione korzyści mają charakter potencjalny. Globalizacja rynków finansowych umożliwia osiągnięcie określonych korzyści, nie oznacza to jednak, że są one automatycznie osiągane wraz z postępem globalizacji. Ma to odniesienie na przykład do konstrukcji optymalnego portfela papierów wartościowych. Przykładowe badanie konstrukcji takiego portfela inwestora niemieckiego, francuskiego, brytyjskiego oraz amerykańskiego potwierdza możliwości osiągnięcia lepszej stopy zwrotu przy odpowiedniej jego dywersyfikacji. Poszczególni inwestorzy osiągali największe korzyści z następującej konstrukcji portfela akcji: inwestor z Niemiec – cały portfel składał się z zagranicznych akcji (wzrost stopy zwrotu o 3% rocznie w porównaniu z osiąganą z inwestycji w krajowe akcje), inwestor z Wielkiej Brytanii – 90% zagraniczne i 10% krajowe (wzrost stopy zwrotu o 2,2%), inwestor z Francji – odpowiednio 30 i 70% (nikła poprawa stopy zwrotu). Z kolei inwestor ze Stanów Zjednoczonych powinien trzymać w portfelu 100% krajowych akcji, gdyż nabywanie zagranicznych papierów nie poprawi znacząco osiąganych

[29] T. Kowalak, *Rozwój i funkcjonowanie giełd papierów wartościowych – wybrane aspekty*, w: *Finanse, bankowość i ubezpieczenia wobec procesów globalizacji: Rynki finansowe wobec procesów globalizacji*, t. 2, red. L. Pawłowicz, R. Wierzba, Gdańska Akademia Bankowa, Gdańsk-Jurata 2003, s. 185-186.

dochodów[30]. Na przykładzie portfela składającego się z akcji wyraźnie widać, że korzyści z jego dywersyfikacji o zagraniczne papiery jest różny w poszczególnych krajach. Mimo że dla inwestora amerykańskiego najlepszy był portfel składający się w całości z akcji krajowych, w pozostałych przypadkach widać korzyści z jego dywersyfikacji poprzez włączenie do niego zagranicznych papierów wartościowych. Oczywiście badania tego typu mogą przynosić odmienne rezultaty, w zależności od przyjętych założeń co do konstrukcji portfela.

O zainteresowaniu nabywaniem zagranicznych papierów wartościowych przez rezydentów świadczy wielkość przeprowadzanych transakcji tymi papierami. W Stanach Zjednoczonych transakcje dokonywane akcjami i obligacjami zagranicznymi osiągnęły na koniec lat dziewięćdziesiątych poziom 213% PKB, podczas gdy na początku dekady wskaźnik ten wynosił w granicach 100% PKB[31]. W innych krajach rozwiniętych (Niemcy, Kanada) utrzymują się podobne tendencje, jedynie w Japonii następował spadek tych transakcji od początku lat dziewięćdziesiątych (dopiero w końcu dekady wartość tych transakcji zaczęła wzrastać)[32].

W wyniku internacjonalizacji rynków finansowych podmioty finansowe coraz częściej świadczą swoje usługi na rzecz podmiotów zagranicznych, ale także wzrasta zainteresowanie takimi usługami ze strony tych ostatnich. Na integrujących się rynkach różnego rodzaju **podmioty uzyskują coraz lepsze możliwości w zakresie lokowania swoich środków i ich pozyskiwania w przestrzeni wielu rynków**. O tym, że tak się dzieje, może świadczyć przykład kredytów i pożyczek udzielanych przez banki krajowe podmiotom zagranicznym oraz depozytów lokowanych przez te podmioty w bankach zagranicznych. W Unii Europejskiej wielkość udzielanych kredytów i pożyczek nierezydentom wzrosła z poziomu 8,5% PKB w 1996 roku do poziomu 15,7% w 2001 roku, a wielkość przyjętych depozytów od nierezydentów wzrosła w badanym okresie z 10,9 do 16,9%. Efekt zwiększenia aktywów zagranicznych przez banki Unii należy przypisywać przede wszystkim procesom integracyjnym. Z drugiej strony należy pamiętać o dominującej roli banków w europejskim systemie finansowym, jeśli chodzi o źródło finansowania. Tendencje do zwiększania liczby transakcji z nierezydentami występują także w przypadku banków poza Unią Europejską. W Stanach Zjednoczonych kredyty udzielane nierezydentom wzrosły z 1,4% PKB w 1996 roku do 1,7% w 2001 roku, a przyjęte depozyty wzrosły w tym czasie z 1,0 do 1,6% PKB. W Japonii wskaźniki te wynosiły odpowiednio: dla kredytów 3,1 i 5,5% PKB; dla depozytów 0,4 i 0,8% PKB[33].

---

[30] M. Schröder, *Benefits of Diversification and Integration for International Equity and Bond Portfolios*, Centre for European Economic Research, Mannheim, January 2002, s. 6.

[31] Dla porównania w roku 1985 relacja transakcji zagranicznymi akcjami i obligacjami do PKB wyniosła 35%, a w 1975 roku tylko 4%.

[32] *International Capital Markets*, IMF, October 1998, s. 187.

[33] J. Bikker, S. Wesseling, *Intermediation, Integration and Internationalisation: A Survey in Banking in Europe*, De Nederlandsche Bank Occassional Studies vol. 1, 2003, no. 3, s. 20.

Przedsiębiorstwa nie tylko poszukują źródeł finansowania w bankach zagranicznych, ale także na zagranicznych rynkach papierów wartościowych. Największe giełdy papierów wartościowych na świecie, takie jak New York Stock Exchange czy London Stock Exchange, przyciągają zagraniczne spółki, oferując im konkurencyjne warunki notowań w stosunku do oferowanych na rynkach krajowych oraz zapewniają ogromną bazę inwestorów. W 2003 roku na NYSE notowane były 466 spółki zagraniczne na 2308 wszystkich notowanych spółek (obrót nimi stanowił prawie 8% wartości obrotu w ogóle). Na LSE zaś notowane były 381 spółki zagraniczne (2692 ogółem), które generowały aż ponad 40% obrotu akcjami ogółem[34]. Bardzo dobrym przykładem spółki notowanej na wielu giełdach i pozyskującej kapitał z wielu rynków jest fińska Nokia – znany na świecie producent telefonów komórkowych. Akcje Nokii notowane są, aż na sześciu giełdach papierów wartościowych – HEX w Helsinkach (1915), Stocholmborsen (1983), London Stock Exchange (1987), Bourse de Paris (1988)– obecnie Euronext, Deutsche Börse (1988) oraz NYSE (1994)[35]. Dla przedsiębiorstw prowadzących swoją działalność w skali globalnej – **dzięki globalizacji łatwiej znajdować źródła finansowania na rynkach zagranicznych**.

Wszystkie korzyści, jakie niesie ze sobą globalizacja rynków finansowych, powinny mieć „przełożenie" na funkcjonowanie całej gospodarki, a konkretnie na wzrost gospodarczy. Ciekawą analizę w tym względzie przeprowadzili E. Prasad, K. Rogoff, S. Wei i M.A. Kose. Autorzy ci swoje rozważania w tym zakresie odnoszą głównie do krajów rozwijających się. Jednocześnie utożsamiają globalizację rynków finansowych z integracją rynków finansowych, którą odnoszą właśnie do wzrostu gospodarczego. W teorii integracja rynków finansowych powinna stymulować wzrost gospodarczy. Wpływ globalizacji rynków finansowych na wzrost gospodarczy może dokonywać się w sposób bezpośredni oraz pośredni. W pierwszym wypadku globalizacja umożliwia[36] zwiększenie wartości oszczędności krajowych, spadek kosztu pozyskania kapitału, transfer nowoczesnych technologii oraz rozwój sektora finansowego. Natomiast pośrednio globalizacja rynków finansowych powinna sprzyjać specjalizacji, wprowadzaniu lepszych rozwiązań w polityce prowadzonej przez państwo, zapewnienie gospodarce dostępu do szerszych źródeł finansowania.

Jeśli chodzi o empiryczną weryfikację wpływu globalizacji rynków finansowych na wzrost gospodarczy, to jak dotąd nie potwierdzono jednoznacznie pozytywnego jej wpływu. Tabela 1 przedstawia zestawienie badań przeprowadzonych w tym zakresie i ich rezultatów.

Globalizacja rynków finansowych, oprócz możliwości osiągnięcia określonych korzyści powoduje także **zagrożenia związane przede wszystkim z występowa-**

[34] *Annual Report 2003*, World Federation of Exchanges, s. 86.

[35] http://www.nokia.com.

[36] E. Prasad, K. Rogoff, S. Wei, M.A. Kose, *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, IMF, March 2003, s. 23-25.

Tabela 1

Zestawienie badań wpływu integracji rynków finansowych na wzrost gospodarczy

Autorzy badań	Liczba przebadanych krajów	Lata	Wpływ na wzrost
Alesina, Grilli, Milesi-Ferretti (1994)	20	1950-1989	negatywny
Grilli and Milesi-Ferretti (1995)	61	1966-1989	negatywny
Quinn (1997)	58	1975-1989	pozytywny
Kraay (1998)	117	1985-1997	negatywny lub pozytywny/negatywny
Rodrik (1998)	95	1975-1989	negatywny
Klein and Olivei (2000)	do 92	1986-1995	pozytywny
Chanda (2001)	116	1976-1995	pozytywny/negatywny
Arteta, Eichengreen, and Wyplosz (2001)	51-59	1973-1992	pozytywny/negatywny
Bekaert, Harvey, and Lundblad (2001)	30	1981-1997	pozytywny
Edwards (2001)	62	lata 80.	negatywny u słabo rozwiniętych krajów
O'Donnell (2001)	94	1971-1994	pozytywny/negatywny
Reisen and Soto (2001)	44	1986-1997	pozytywny/negatywny
Edison, Klein, Ricci, and Sløk (2002)	do 89	1973-1995	pozytywny/negatywny
Edison, Levine, Ricci, and Sløk (2002)	57	1980-2000	negatywny

Źródło: E. Prasad, K. Rogoff, S. Wei, M. A. Kose, , *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, IMF, March 2003, s. 23-25.

niem kryzysów finansowych. O ile przyczyny występowania kryzysów finansowych niekoniecznie muszą być bezpośrednio związane z procesami globalizacji, o tyle sama globalizacja z pewnością przyczynia się do ich rozprzestrzeniania się na większą skalę i potęgowania ich negatywnych skutków. Należy pamiętać, że międzynarodowa integracja finansowa z jednej strony stwarza możliwości lepszej dywersyfikacji portfela aktywów, co ma pozytywny wpływ na stabilność finansową, z drugiej zaś angażowanie się podmiotów w operacje na rożnych rynkach powoduje większą ekspozycję na ryzyko, wynikające chociażby z możliwości nieoczekiwanych zmian kursów walutowych[37].

[37] *The EU Economy 2001 Review*, no. 73, Office for Official Publications of the EC, Luxembourg 2001, s. 135.

Analizując ewolucję przebiegu kryzysów w latach siedemdziesiątych i osiemdziesiątych widać, że w równym stopniu narażone na ich występowanie były zarówno kraje rozwinięte, jak i rozwijające się. Jednakże praktyka lat dziewięćdziesiątych pokazuje, że w latach tych kryzysy finansowe dotykały prawie wyłącznie kraje rozwijające się (kryzys w Meksyku w latach 1994-1995, kryzys azjatycki – 1997-1998, kryzys rosyjski – 1998)[38]. Kraje rozwinięte mają wykształcone już systemy finansowe, co czyni je mniej podatnymi na gwałtowne zmiany na rynkach finansowych. Natomiast rynki rozwijające się są zdecydowanie bardziej wrażliwe, przede wszystkim na gwałtowne zmiany w zakresie przepływów kapitału (szczególnie kapitału portfelowego).

Dla przeciwdziałania występowaniu kryzysów finansowych należy przede wszystkim zadbać o stworzenie głębszych, bardziej płynnych i stabilnych rynków finansowych. Szczególne znaczenie ma to dla rynków rozwijających się, najbardziej narażonych na występowanie kryzysów. Kraje te powinny skupić się na wprowadzaniu odpowiednich regulacji prawnych, zabezpieczających stabilności systemu oraz na zadbaniu o infrastrukturę rynkową. Ponadto w celu przeciwdziałania kryzysom finansowym należy polepszyć przepływ informacji między uczestnikami rynków w skali światowej poprzez zapewnienie odpowiednich, ujednoliconych standardów w zakresie jakości informacji. Z punktu widzenia stabilności systemu ważny jest także odpowiedni poziom rezerw walutowych[39]. W działania promujące rozwiązania mające na celu większą stabilizację systemów finansowych zaangażowane są przede wszystkim Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Bank Światowy oraz Bank Rozrachunków Międzynarodowych.

Innego rodzaju zagrożeniem wynikającym z globalizacji rynków finansowych jest nasilenie się zjawisk związanych z **nadużyciami finansowymi oraz praniem brudnych pieniędzy**. Znikające ograniczenia w przepływie kapitału oraz bezwzględny wzrost jego przepływu w znaczny sposób ułatwiają przeprowadzanie tego typu transakcji. Możliwość przeprowadzania operacji finansowych na bardzo wielu rynkach skutecznie ogranicza możliwości ścigania tego typu procederu.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy szacuje, że każdego roku udaje się zalegalizować, pochodzące z przestępstw, sumy pieniędzy odpowiadające wielkości 2-5% światowego PKB[40]. Skala zjawiska prania brudnych pieniędzy jest na tyle poważna, że podejmowane są różnego rodzaju inicjatywy mające na celu zwalczanie tego typu procederu. Jedną z takich inicjatyw było stworzenie w 1989 roku międzyrzą-

[38] *Responses to the Challenges of Globalisation*, A Study on the International Monetary and Financial System and on Financing for Development, Working Document of the Commission Services, Brussels, 14 February 2002, SEC(2002) 185 final, s. 41-45.

[39] Ibidem.

[40] Jak podają statystyki OECD, tylko w 1996 roku zalegalizowano pomiędzy 590 mld a 1,5 bln dolarów pochodzących z przestępstw, przy czym dolna wartość tego zakresu odpowiadała w tym okresie wartości globalnej produkcji w Hiszpanii. *Manual on Countering Money Laundering and the Financing of Terrorism*, Asian Development Bank, January 2003, s. 4-5.

dowej grupy pod nazwą *Financial Action Task Force* (FATF), której celem jest rozwój i promocja rozwiązań mających – na stopniu krajowym i międzynarodowym – przeciwdziałać praniu brudnych pieniędzy i finansowaniu terroryzmu[41].

Innego rodzaju problemem, wynikającym pośrednio z globalizacji rynków finansowych, są **oszustwa finansowe**, w dużej mierze związane z omijaniem podatków. Najczęściej operacje takie związane są z transferem środków do tzw. rajów podatkowych.

Kolejnym problemem związanym z globalizacją i większą integracją rynków finansowych – przede wszystkim na skutek znoszenia ograniczeń w przepływie kapitału – jest prowadzenie polityki gospodarczej przez państwo, w tym także polityki monetarnej.

Celem prowadzenia polityki pieniężnej jest przede wszystkim zapewnienie stabilności cen. Poprzez prowadzoną politykę ogranicza się występowanie niekorzystnych zjawisk, mających negatywny wpływ na całość systemu finansowego, na przykład wahania stóp procentowych.

Ograny odpowiedzialne za prowadzenie polityki pieniężnej powinny, przy podejmowaniu decyzji, uwzględniać tendencje w zakresie integracji i globalizacji rynków finansowych. W nowym otoczeniu, tworzonym przez globalizację, zmianie ulegają dotychczasowe kanały transmisji impulsów pieniężnych, powstają innowacje finansowe oraz liczne surogaty pieniądza poważnie ograniczające oddziaływanie polityki pieniężnej. Nie do przecenienia jest zwrócenie uwagi przez banki centralne na znaczenie informacji, a konkretnie szybkość jej rozpowszechniania, w kontekście prowadzonej polityki z punktu widzenia rynków finansowych[42].

Podsumowanie

Globalizacja rynków finansowych, rozumiana jako rosnący stopień współzależności pomiędzy tymi rynkami, jest procesem ciągłym, przebiegającym bez jasno określonych ram i wytycznych kierunków. Wraz z dalszym znoszeniem ograniczeń funkcjonowania rynków finansowych oraz promowaniem wspólnych rozwiązań i standardów współpraca między tymi rynkami będzie dalej przybierała na sile. Trudno jednakże określić, jak w przyszłości będzie przebiegał proces globalizacji, jakie obszary obejmie, jakiego rodzaju procesy dostosowawcze wystąpią na poszczególnych na rynkach finansowych.

Konieczność większej integracji narodowych rynków finansowych w skali całego świata tłumaczona jest najczęściej możliwymi do osiągnięcia korzyściami. Korzy-

[41] http://www.oecd.org.

[42] O. Issing, *The Globalisation of Financial Markets*, Ottobeuren, September 2000, s. 12-19.

ści te, to przede wszystkim możliwość bardziej efektywnego gospodarowania środkami finansowymi zarówno od strony prowadzonych inwestycji, jak i pozyskiwania źródeł finansowania. Globalizacja rynków to większa konkurencja oraz niższe koszty funkcjonowania rynków. Warto zaznaczyć, że nie wszyscy uczestnicy i nie wszystkie rynki finansowe zyskują na procesie globalizacji w równomierny sposób. Praktyka pokazuje, że zyskują głównie rynki krajów wysoko rozwiniętych (np. Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii), o nowoczesnej infrastrukturze, stabilnym otoczeniu prawnym. Rynki takie są bardziej stabilne i przez to mniej podatne na występowanie kryzysów. Należy mieć nadzieję, że również rynki rozwijające się będą coraz silniejsze i bardziej konkurencyjne na globalnym rynku. Jest to szczególnie ważne dla równomiernej dystrybucji korzyści z globalizacji i zapobieganie pogłębiającym się różnicom w tym zakresie.

Globalizacja, oprócz możliwości osiągnięcia określonych korzyści, przyczynia się do wielu zagrożeń – w głównej mierze powiązanych z występowaniem kryzysów finansowych. Przy wzrastającej współzależności rynków finansowych zdecydowanie rośnie ryzyko ich szybkiego rozprzestrzeniania się. Ponadto w warunkach globalizacji rynków finansowych, co ważne, coraz trudniej oddziaływać państwu na gospodarkę. Trudności te napotyka na przykład polityka pieniężna, gdzie pojawianie się innowacji finansowych czy surogatów pieniądza ogranicza dość znacząco skuteczność tej polityki.

W kontekście pojawiających się zagrożeń należy skupić się na neutralizowaniu negatywnych skutków globalizacji, tak aby nie ograniczać w żaden sposób jej pozytywnych aspektów. Należy pamiętać o ciągłym wdrażaniu rozwiązań (prawnych, organizacyjnych), podążających za rozwojem rynków, chroniąc jednocześnie interesy ich uczestników oraz umożliwiając dalszy przebieg procesów globalizacyjnych, zachodzących na rynkach finansowych.

Bibliografia

Annual Report 2003, World Federation of Exchanges 2004

Ariyoshi A., *Country Experiences with the Use and Liberalization of Capital Controls*, International Monetary Fund 1999

Bikker J., Wesseling S., *Intermediation, Integration and Internationalisation: A Survey in Banking in Europe*, De Nederlandsche Bank Occassional Studies, vol. 1, 2003, no. 3

Busato E. J., *The Electronic Communication Networks and the Internet: a New Concept of Business in the Capital Market*, The George Washington University, Washington D.C., April 2001

Chrabąszczewska E., Oręziak L., *Międzynarodowe rynki finansowe*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2000

Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2001, Triennial Central Bank Survey, Bank for International Settlements, March 2002

Future Prospects for National Financial Markets and Trading Centres, Financial Market Trends no. 78, OECD March 2001

Griffith-Jones S., Gottschalk R., Cirera X., *The OECD Experience With Capital Account Liberalisation*, Institute of Development Studies, University of Sussex, November 2000

Gwiazda A., *Globalizacja i regionalizacja gospodarki światowej*, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń 2000

Henry P. B., *Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices*, The Journal Of Finance 2000, April, no. 2

Herring R., *International Financial Integration*: *The Continuing Process*, Wharton School Working Papers July 1994, no. 94-23

International Capital Markets, IMF, September 1998, October 1998

Issing O., *The Globalisation of Financial Markets*, Ottobeuren, September 2000

Kaminsky G. L., Schmukler S. L., *Short-Run Pain Long Term Gain*: *The Effect of Liberalization*, IMF Working Paper, February 2003, no. 34

Kowalak T., *Rozwój i funkcjonowanie giełd papierów wartościowych – wybrane aspekty*, w: *Finanse, bankowość i ubezpieczenia wobec procesów globalizacji: Rynki finansowe wobec procesów globalizacji*, t. 2, red. L. Pawłowicz, R. Wierzba, Gdańsk-Jurata 2003

Liberalisation of Financial Services, International Financial Services, January 2000, www.ifsl.org.uk

Lopez-Mejia A., *Large Capital Flows*: *A Survey of Causes, Consequences, and Policy Responses*, IMF Working Paper 1999, no. 17

Mahoney P. G., *Information Technology and the Organization of Securities Markets*, The Wharton School, University of Pennsylvania, February 2002

Manual on Countering Money Laundering and the Financing of Terrorism, Asian Development Bank, January 2003

Mishkin F., Starhan P., *What Will Technology Do to Financial Structure*? NBER Working Paper 6892, January 1998

Nowy leksykon PWN, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998

Obstfeld M., Taylor A. M., *Globalization and Capital Markets*, NBER Working Paper 8846, March 2002

Oręziak L., *Globalizacja rynków finansowych*, Kredyt i Bank, Dodatek Globalizacja od A do Z, w: Bank i Kredyt, luty 2003

O'Rourke K. H., Williamson J. G., *When Did Globalization Begin*? NBER Working Paper 7632, April 2000

Pain N., van Welsum D., *Financial Liberalisation, Alliance Capitalism and the Changing Structure of Financial Markets*, National Institute of Economic and Social Research, July 2002

Prasad E., Rogoff K., Wei S., Kose M. A., *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, IMF, March 2003

Report On Consolidation in The Financial Sector, Group of Ten, January 2001

Report to the Congress: The Impact of Recent Technological Advances on the Securities Markets, Securities and Exchange Commission, http://www.sec.gov

Responses to the Challenges of Globalisation, A Study on the International Monetary and Financial System and on Financing for Development, Working Document of the Commission Services, Brussels, 14 February, SEC(2002) 185 final

Schröder M., *Benefits of Diversification and Integration for International Equity and Bond Portfolios*, Centre for European Economic Research, Mannheim, January 2002
Szcześ M., Jakubiec S., *Elektroniczne usługi finansowe - charakterystyka rynku, wyzwania i inicjatywy regulacyjne*, Narodowy Bank Polski, Materiały i Studia, z. 139, luty 2002
Taylor A. M., *Globalization, Trade, and Development: Some Lessons From History*, NBER Working Paper 9326 November 2002
The EU Economy 2001 Review, no. 73, Office for Official Publications of the EC, Luxembourg 2001
Walkiewicz R., *Banki na rynku kapitałowym w Polsce*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 1999
Zorska A., *Ku globalizacji? Przemiany w korporacjach transnarodowych i w gospodarce światowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000
http://www.nokia.com
http://www.oecd.org

GLOBALISATION OF FINANCIAL MARKETS

Summary

From the beginning of the 80'ies the linkages between financial markets have dramatically increased. Liberalisation, deregulation and the rapid development of new technologies have determined the growth of these linkages to a large extent. Globalisation has changed many aspects of how financial market participants operate, it also creates both opportunities and challenges for them.

In this paper author focused on benefits and threats of the globalisation process of financial markets. In author's opinion it is necessary to limit negative consequences and costs of globalisation in order to reach possible gains from this process. It is important to follow the process of globalisation and to promote appropriate solutions adjusted to changing environment. Enormous responsibility in this area is attributed to financial regulators who create the rules of financial market functionning.