



Tom 36/2022, ss. 5-33

ISSN 2719-4175

e-ISSN 2719-5368

DOI: 10.19251/ne/2022.36(1)

www.ne.mazowiecka.edu.pl

Renata Jedlińska

e-mail: rene28@poczta.onet.pl

Uniwersytet Jana Kochanowskiego w Kielcach

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-9170-8191>

GLOBALIZACJA RYNKÓW FINANSOWYCH

GLOBALIZATION OF FINANCIAL MARKETS

Streszczenie

Jednym z czynników wpływających na przeobrażenia na światowych rynkach finansowych jest proces globalizacji i związany z nim proces integracji krajowych rynków finansowych. U podłoża tych zjawisk leży liberalizacja i deregulacja oraz postęp techniczny, które w zasadniczy sposób oddziałują na zmianę charakteru działania instytucji finansowych. Celem niniejszego artykułu jest scharakteryzowanie zjawisk i procesów kształtujących współczesny system finansowy, przedstawienie istoty oraz identyfikacja skali globalizacji międzynarodowych rynków finansowych ze wskazaniem zagrożeń dla rozwoju gospodarczego w wymiarze

Summary

One of the factors influencing changes in global financial markets is the process of globalization and the related process of integration of national financial markets. These phenomena are caused by liberalization and deregulation, as well as technological advances, which are changing the nature of financial institutions' operations. The purpose of the article is to characterize the phenomena and processes that shape the modern financial system, to present the essence and identify the scale of globalization of international financial markets with an indication of the threats to economic development in the international dimension.

międzynarodowym. Autorka zwróciła także uwagę na skutki opisywanych procesów dla konkurencji na rynku finansowym.

Słowa kluczowe: globalizacja, rynki finansowe, bezpieczeństwo, system finansowy, ryzyko

The author also drew attention to the effects of the described processes on competition in the financial market.

Keywords: globalization, financial markets, security, financial system, risk

JEL Classification: G10, G15, G53, D51, D52

WPROWADZENIE

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 (Zorska, 1998, s. 14, Müller, 2003 nr 5). Głębokie przeobrażenia na światowych rynkach finansowych, spowodowały coraz silniejsze ich wzajemne powiązanie. Jednym z najistotniejszych czynników implikujących te zmiany jest proces globalizacji, w wyniku którego rynki finansowe nabrały globalnego charakteru. Oznacza to, że w dokonywanych na nich transakcjach w coraz większym stopniu uczestniczą podmioty działające na skalę międzynarodową. W konsekwencji na funkcjonowanie krajowych rynków finansowych oddziałuje wiele czynników zewnętrznych, na które poszczególne kraje nie mają praktycznie większego wpływu (Czarny, 2004, s. 154). Na podstawie literatury przedmiotu w tym zakresie można wyodrębnić procesy, które najsilniej wpływają na kierunek oraz tempo współczesnej ewolucji systemu finansowego (Matysek-Jędrych, 1/2008 s. 35). Spośród najistotniejszych, powiązanych ze sobą procesów kształtujących współczesny system finansowy należy wskazać:

- proces globalizacji i postępującej integracji krajowych rynków finansowych,
- proces deregulacji i liberalizacji,
- postęp techniczny, a w szczególności rozwój technologii informatycznych.

Charakterystyczne jest przy tym współwystępowanie tych procesów i ich wzajemna zależność.

1. GLOBALIZACJA GOSPODARKI ŚWIATOWEJ

Mimo dużej aktualności zagadnień związanych z globalizacją, nie ma jasnej i powszechnie akceptowanej definicji tego pojęcia, a istniejący obszerny wachlarz definicyjny nie uściśla zakresu pojęcia oraz przysparza trudności na gruncie wyjaśniającym (Stępień, 2004, s. 11-12). Globalizacja jest bowiem pojęciem wieloznacznym, opisującym złożone procesy zachodzące we współczesnym świecie, analizowanym wielopłaszczyznowo w odniesieniu do różnych dziedzin życia społecznego i gospodarczego. W najszerszym ujęciu globalizację utożsamia się z procesem rosnącej wielopłaszczyznowej (tj. ekonomicznej, społecznej, kulturowej, politycznej) współzależności pomiędzy poszczególnymi krajami i regionami, wskutek czego dochodzi do powstania silnie zintegrowanego rynku światowego (Matysek-Jędrych, 1/2008 s. 43.)

Jeśli chodzi o zjawiska gospodarcze, to globalizacja gospodarek krajowych oznacza w praktyce rozprzestrzenianie się na różne kraje i regiony świata aktywności gospodarczej. Chodzi przede wszystkim o takie zjawiska jak produkcja i inwestycje w sferze produkcyjnej. Coraz częściej składowe danego wyrobu produkowane są w jednym kraju, montowane w innym kraju, a finalny produkt jest sprzedawany na całym świecie. Głównymi uczestnikami tego procesu są wielkie firmy (korporacje) międzynarodowe, nastawione na rozwijanie działalności o charakterze globalnym. To właśnie rozwój międzynarodowej aktywności przedsiębiorstw okazał się czynnikiem wymuszającym globalizację rynków finansowych.

Polega ona na funkcjonalnym powiązaniu i silnym zespoleniu narodowych rynków walutowych, pieniężnych i kredytowych w jeden, globalny rynek finansowy (Zabielski, 2006 s. 250). Analizując powyższe rozumienie globalizacji rynków finansowych, należy stwierdzić, że odnosi się ono do jej istoty, czyli do swobody przepływu kapitału. Swoim zasięgiem obejmuje regionalne i międzynarodowe rynki finansowe, a jej uczestnicy są zarówno po stronie podaży jak i popytu, mają zasięg narodowy, regionalny i międzynarodowy. Globalizacja rynków międzynarodowych kreuje globalny rynek finansowy, a więc taki rynek, na którym spotyka się podaż i popyt na pieniądź krajowy i międzynarodowy, waluty obce i kapitały w różnych formach, w różnym czasie i w różnych wielkościach wyrażanych w pieniądzu narodowym, międzynarodowym, wspólnym dla określonej grupy państw (Nacewski, Zabielski, 2010, s. 14). Rynek ten przyczynia się do rozwoju handlu międzynarodowego, służy dokonywaniu operacji finansowych, ale jest też miejscem licznych spekulacji finansowych i w konsekwencji – zawirowań w świecie finansów. Niestabilność

ta, nierozzerwalnie związana jest właśnie z procesem globalizacji rynków finansowych (Borcuch, 2019, s. 33).

Dynamiczny rozwój eksportu i związana z nim działalność produkcyjna potrzebowały dostępu do odpowiednich źródeł finansowania. Z kolei zmiany na rynkach finansowych, postęp techniczny, innowacje finansowe sprzyjały procesowi globalizacji gospodarek (Oręziak, 2010, s. 157). Należy również zaznaczyć, iż globalizacja gospodarek oraz rynków finansowych oznacza ograniczenie skuteczności oddziaływania państwa na gospodarkę krajową i krajowy rynek finansowy, które coraz bardziej narażone są na ryzyko związane z międzynarodowym kapitałem spekulacyjnym. Globalizacja oznacza bowiem, że współzależne funkcjonowanie gospodarki przyczynia się do ogólnoswiatowych problemów. Powszechny jest również pogląd, iż globalizacja jest czynnikiem zwiększającym ryzyko kryzysów finansowych oraz przyczyną „zarażania” się kryzysem otwartych gospodarek. Jak każde zjawisko ekonomiczno-gospodarcze, globalizacja związana jest z szansami oraz zagrożeniami. Uznaje się ją za zjawisko korzystne, mające kluczowe znaczenie dla rozwoju gospodarek, przyczynia się do pogłębiania nierówności w rozwoju gospodarczym poszczególnych krajów i regionów. Wśród korzyści płynących z globalizacji wymienia się najczęściej: (Budnikowski, 2010, s. 7).

- hamowanie tendencji inflacyjnych,
- wyrównywanie cen światowych,
- obniżenie stóp oprocentowania i wyrównanie różnic pomiędzy kredytami zaciąganyymi w bankach krajowych i zagranicznych,
- wzrost płac w krajach o niższym koszcie płac,
- upowszechnienie postępu technicznego i nowych technologii produkcji,
- wzrost jakości wyrobów,
- aktywizację gospodarki – zmuszenie do konkurencyjności (firmy zmieniają sposoby zarządzania i organizację, zmniejszają koszty, maksymalizują zyski).

Nie można także pominąć zagrożeń wynikających z tego procesu, zwraca się w szczególności uwagę na (Zabielski, 1999, s. 250):

- nadmierny napływ kapitału spekulacyjnego, który może spowodować kryzys gospodarki kraju rozwijającego się,
- spychanie wyrobów krajów o niższym poziomie rozwoju do roli wyrobów lokalnych,
- wykup największych i najlepszych (najbardziej rentownych) przedsiębiorstw przez kapitał zagraniczny (to z kolei powoduje: dominację

na rynku wyrobów światowych marek, sprowadzanie pozostałych w branży przedsiębiorstw krajowych do roli podwykonawców odpływ zysku z kraju),

- „drenaż mózgow”, czyli przenoszenie się najzdolniejszych ludzi do światowych centrów badawczych zlokalizowanych z reguły w najbogatszych krajach świata, co pociąga za sobą likwidację własnych krajowych ośrodków badawczych, uzależnienie technologiczne i techniczne,
- w dłuższym okresie wzrost importochłonności w krajach biedniejszych, co zagraża utrzymaniu równowagi bilansowej państwa,
- ograniczenie suwerenności kraju poprzez wymuszenie przystąpienia do różnego rodzaju międzynarodowych układów i struktur organizacyjnych,
- lokalizację produkcji wyrobów o mniejszym stopniu przetworzenia i większej szkodliwości dla środowiska naturalnego w krajach mniej rozwiniętych.

Oczywiście, globalizacja i procesy z nią związane niosą ze sobą możliwości uzyskania korzyści ekonomicznych, ale dostęp do tych korzyści nie jest łatwy dla wszystkich; dla jednych jest bardzo łatwy, dla innych – zamknięty (Flejterski, 2013, s. 70).

Współczesna globalizacja, wbrew swoim celom, wyłącza z udziału w rynku światowym ludzi i terytoria, które nie są konkurencyjne. Obserwacja dotychczasowych procesów globalizacyjnych pozwala na wskazanie zarówno tych regionów i podmiotów, które dzięki globalizacji odnoszą i będą odnosić korzyści, oraz tych, które prawdopodobnie tych korzyści nie zanolują, a wręcz poniosą koszty procesów globalnych. Po stronie beneficjentów procesów globalizacyjnych wymienia się najczęściej (Flejterski, 2013, s. 72).

- kraje Triady,
- regiony i subregiony o przewadze „nowej gospodarki”,
- branże przyszłościowe (dynamiczne),
- korporacje transnarodowe oraz niektóre małe i średnie przedsiębiorstwa,
- globalne banki oraz towarzystwa ubezpieczeniowe,
- bogatych i średniozamożnych konsumentów.

Wśród podmiotów poszkodowanych na skutek procesów globalizacyjnych wyróżnia się:

- kraje peryferyjne,
- regiony i subregiony o dominacji „starej gospodarki”,

- branże schyłkowe (upadające),
- wiele MSP,
- małe instytucje finansowe, w tym banki lokalne,
- gospodarstwa domowe, głównie z krajów peryferyjnych (w tym bezrobotnych).

Analizując powyższe grupy beneficjentów i poszkodowanych, nie należy dokonywać uproszczeń, twierdząc, iż „kłopoty rozwojowe” regionów i podmiotów będących poszkodowanymi wynikają wyłącznie z winy ich samych. Abstrahując od przyczyn dystansów powstających między krajami, regionami i podmiotami gospodarczymi w dobie nasilonej walki konkurencyjnej, na której oparta jest dzisiejsza globalizacja, należy stwierdzić, że nie sposób budować przyszłości społeczeństw na kulturze walki o przetrwanie. Konkurencyjność w rozumieniu walki, w której „zwycięzca bierze wszystko”, a dla przegranych nie ma miejsca, powinna być zastąpiona współpracą, aby nie dopuścić do marginalizacji określonych regionów, społeczeństw i podmiotów gospodarczych.

2. FINANSOWY WYMIAR PROCESU GLOBALIZACJI

Koniec XX i początek XXI wieku to okres pogłębiania się powiązań ekonomicznych między różnymi krajami świata. Proces ten to globalizacja gospodarki, a jego głównym przejawem jest intensywny rozwój handlu międzynarodowego (Dunning, 1992, No 3, s. 8). Wywarł on istotny wpływ na rynki finansowe świata i w związku z tymi przeobrażeniami pojawiło się pojęcie tzw. globalizacji finansowej. W praktyce oznacza to, iż krajowe rynki finansowe są poddane coraz większym wpływom inwestorów zagranicznych.

Czynnikami, które w istotny sposób przyczyniły się do globalizacji finansowej, to przede wszystkim, globalizacja gospodarek państw, liberalizacja krajowych rynków finansowych i w konsekwencji rosnąca konkurencja między instytucjami finansowymi, a także rozwój technologii teleinformatycznych (Małecki, 2007, s.56-58.). Czynniki te z jednej strony umożliwiły zawieranie transakcji na różnych rynkach, z drugiej natomiast przyczyniły się zarówno do obniżenia kosztów transakcyjnych, jak i skrócenia czasu realizacji transakcji.

W konsekwencji rozprzestrzeniania na różne kraje i regiony świata aktywności gospodarczej, produkty są wytwarzane na różnych etapach cyklu produkcyjnego w różnych krajach, a sprzedawane są na całym świecie. Tak więc, rozwój działalności przedsiębiorstw na rynkach międzynarodowych uwarunkowany był przede wszystkim dostępem przedsiębiorstw do różnych

źródeł finansowania. Globalizacja gospodarcza wymusiła zatem globalizację rynków finansowych, ułatwiając przeprowadzanie transakcji międzynarodowych i globalizację gospodarek. Globalizacja gospodarek była zatem swego rodzaju katalizatorem rozwoju rynków finansowych na świecie.

Liberalizacja krajowych rynków finansowych polega na zmniejszeniu ograniczeń w funkcjonowaniu krajowych instytucji finansowych. W procesie liberalizacji w wielu krajach

zmianie uległy regulacje dotyczące usług instytucji finansowych. Powstały warunki do zwiększenia aktywności nie bankowych instytucji finansowych. Ważnym elementem liberalizacji rynków finansowych było zmniejszenie ograniczeń w dostępie zagranicznych

instytucji finansowych do rynków krajowych. Działania liberalizacyjne wspierane były przez eliminację barier w przepływie kapitału w obrocie z zagranicą. Wszelkie ograniczenia najwcześniej, bo już w latach 70. XX wieku, zniosły Stany Zjednoczone, Republika Federalna Niemiec i Wielka Brytania. Nieco później (lata dziewięćdziesiąte XX wieku) proces ten przeprowadziły Francja, Włochy i Hiszpania. Obecnie kraje Unii Europejskiej nie stosują żadnych restrykcji w odniesieniu do transakcji kapitałowych. Pisząc o liberalizacji krajowych rynków finansowych zasadnym jest także wskazanie najważniejszych form liberalizacji przepływów kapitałowych. Zaliczyć do nich należy: (Matysek-Jędrych, 2008, s. 37):

- zniesienie ograniczeń dotyczących bezpośrednich inwestycji zagranicznych,
- przejście przez kraje rozwinięte do reżimów z płynnym kursem walutowym oraz ponadnarodowe inicjatywy integracyjne,
- zmniejszenie opodatkowania transakcji transgranicznych.

W związku z liberalizacją krajowych rynków finansowych instytucje finansowe zyskały możliwość świadczenia coraz to nowszych usług i tworzenia głębszych powiązań transgranicznych z podmiotami poszukującymi kapitału. Ponadto na rynki krajowe dopuszczono zagraniczne instytucje świadczące usługi finansowe, a nie bankowym instytucjom finansowym (np. bankom i funduszom inwestycyjnym, towarzystwom ubezpieczeniowym) umożliwiono zwiększenie aktywności, co sprawiło, że rynek usług finansowych stał się jeszcze bardziej konkurencyjny. Deregulacja rynków finansowych pozwoliła dodatkowo na wprowadzenie innowacji finansowych w formie np. pochodnych instrumentów finansowych.

Do najbardziej popularnych instrumentów należą opcje i kontrakty *futures* bazujące na zmianach stopy procentowej, walut i indeksów giełdowych. Możliwość swobodnej alokacji nadwyżek finansowych w skali globalnej sprawia, że instytucje finansowe, świadomie podejmując ryzyko, mogą przemieszczać zainwestowane środki w zależności od tego, z jaką sytuacją mają do czynienia na globalnym rynku finansowym. Stosują one przy tym różnego rodzaju techniki finansowania, np. sekurytyzację, tj. zamianę tradycyjnych form wierzytelności i należności na zbywalne papiery wartościowe, które następnie oferowane są inwestorom (Nacewski, Zabielski, 2007, s. 10).

Dodatkowym elementem wzmacniającym procesy globalizacyjne stał się postęp w dziedzinie informatyki i telekomunikacji. Dzięki nowoczesnym technologiom łatwiejsze stało się zarówno zawieranie transakcji na rynku kapitałowym, jak i przepływ informacji na nim. Zastosowanie nowoczesnych rozwiązań informatycznych umożliwiło wycenę i obrót skomplikowanymi instrumentami finansowymi pojawiającymi się na rynku. Istotne znaczenie dla procesów globalizacyjnych na rynkach finansowych dała możliwość wykorzystania nowoczesnych rozwiązań informatycznych do zarządzania dużą liczbą transakcji dokonywanych przez instytucje finansowe na całym świecie. Z pewnością rozwój technologii informatycznych i telekomunikacyjnych jest istotną determinantą globalizacji rynków finansowych i ich rozwoju.

Przyspieszenie trendu globalizacji po 2002 roku miało miejsce między innymi właśnie za przyczyną postępu technologicznego. Zdalny dostęp do systemów handlu jest w XXI wieku wszechobecny, powodując, że usługi oferowane przez giełdy papierów wartościowych mogą być dostępne z różnych miejsc na świecie. Dotyczy to również firm, które emitują swoje akcje na międzynarodowych rynkach i są jednocześnie łatwo dostępne dla lokalnych inwestorów. Biorąc pod uwagę właściwości sieciowe giełd, wysoka płynność jeszcze bardziej zwiększa wartość dodatkowych transakcji na giełdach takich, jak Nowy Jork czy Londyn, prowadząc do większej koncentracji przepływu zamówień i tym samym do zwiększenia płynności tych giełd. Migracja handlu za granicę wywiera wpływ na wiele lokalnych rynków giełdowych, szczególnie w Ameryce Łacińskiej, ale także w Centralnej Europie. Na rynkach lokalnych, w wyniku migracji handlu papierami wartościowymi za granicę, następuje spadek wielkości obrotów i obniżają się przychody z handlu (Nsouli, Schaechter, 2011, IMF).

Proces globalizacji finansowej przyczynił się również do zmian zachowań gospodarstw domowych, przedsiębiorstw, jak też instytucji finansowych, czyli

głównych uczestników rynku finansowego. Nastąpił intensywny rozwój korporacji ponadnarodowych. Istotne zmiany w zakresie zachowań gospodarstw domowych dotyczyły zjawiska zadłużania się. Można było obserwować stały wzrost poziomu zadłużenia gospodarstw domowych. W przypadku przedsiębiorstw zmiany dotyczyły przede wszystkim wzrostu ich aktywności na rynku finansowym. Aktywność na światowych rynkach finansowych rosła w dużo szybszym tempie, niż aktywność na rynku realnym (Stockhammer, 2010, s. 1).

3. EWOLUCJA MIĘDZYNARODOWYCH 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 (Oręziak, 2013 nr 2).

Rynek ten pobudza rozwój wymiany międzynarodowej i służy jego uczestnikom do realizacji licznych operacji finansowych. Wśród skutków globalizacji rynków finansowych należy więc wskazać wzrost przepływów kapitałowych w skali świata oraz zwiększającą się różnorodność zarówno uczestniczących podmiotów, jak i wykorzystywanych w skomplikowanych transakcjach instrumentów finansowych (Nacewski, Zabielski, 2007, s. 10).

Do niedawna finanse międzynarodowe traktowane były jako dodatek do handlu, niezbędny mechanizm umożliwiający międzynarodową wymianę towarów i usług (Eichengreen, 1996, s. 87-89). Ten bezpośredni związek między finansami i handlem zaczął słabnąć już w XIX w., a na początku XXI w. stał się nieistotny. Jeszcze w 1973 r. roczny obrót walutami prawie dwukrotnie przekroczył wartość handlu światowego, natomiast na początku XXI w. był już od niego 60 razy wyższy (Held, McGrew, 2002, s. 48).

Pojęcie międzynarodowych rynków finansowych obejmuje rynki pieniężne i kapitałowe oraz walutowe, ale największą podatność na globalizowanie wykazują rynki płynnych aktywów. Odrębną kategorię wyjątkowo płynnych środków finansowych tworzą rynki instrumentów pochodnych. Załączki globalizacji rynków finansowych tkwią w międzynarodowym wymiarze ich funkcjonowania, znaczna część obrotów finansowych zachodzi na styku kraju i zagranicy. Gwałtowne zmiany na rynkach finansowych, jakie dokonywały się w ostatnim ćwierćwieczu w krajach wysoko rozwiniętych określane są jako jakościowo nowy etap ich rozwoju, doprowadziły do szybko rosnącej mobilności kapitału. Podstawowe przyczyny sprawcze można sprowadzić do następujących (Gotz-Kozierkiewicz, 2012, s. 107): postępująca deregulacja ryn-

ków finansowych (tak w kraju, jak i w powiązaniach z zagranicą), wzrastająca rola nowych uczestników rynków finansowych, czyli inwestorów instytucjonalnych, sekurytyzacja, a więc wzrost udziału papierów wartościowych w obrotach finansowych, jak też wyjątkowo szybki rozwój rynków instrumentów pochodnych (derywatów), umożliwiających bardziej ryzykowne inwestycje finansowe.

Wyjątkowa ekspansja międzynarodowego handlu i działalności wielonarodowych korporacji już od lat 60. XX w. przyczyniła się m.in. do wzrostu zapotrzebowania na prywatne, międzynarodowe usługi finansowe. Znaczny wpływ miały też rosnące ceny ropy naftowej – tzw. szoki naftowe – z lat 70., wywołując wręcz globalizację finansową z uwagi na konieczność przejęcia przez banki prywatne wielu operacji związanych z „rwącą rzeką petrodolarów”. Wzmagająca się w świecie niestabilność finansowa na początku lat 70. zmuszała do dywersyfikacji aktywów większość podmiotów. Chcąc zredukować koszty i ryzyko związane z międzynarodową działalnością finansową, poszukiwano coraz to nowych instrumentów, stosując takie innowacje jak: kontrakty terminowe, opcje, swapy itp.

Globalizacja finansowa była też efektem wyborów politycznych i decyzji państwowych (Helleiner, 1994, s.76-78). Jako pierwszy krok w tym kierunku można potraktować decyzję rządu brytyjskiego, który jeszcze w latach 60. wsparł rozwój „eurorynku” w Londynie, zezwalając na międzynarodową działalność finansową w obcych walutach, początkowo głównie w dolarach. Naturalnie, w następnej dekadzie pojawiły się nowe bodźce rozwoju, przede wszystkim rząd wielu krajów wycofały się z kontroli przepływu kapitału, funkcjonującej wcześniej, w czym przodowały Stany Zjednoczone i Wielka Brytania. W latach 90. w najbardziej uprzemysłowionych krajach miał już miejsce prawie liberalny system relacji finansowych, podobnie jak wcześniej, w okresie do lat 20. XX w. Kraje będące na niższym poziomie rozwoju raczej mniej chętnie podchodziły do tych działań, ale wiele z nich także zaczęło podążać w tym kierunku z różnych powodów, przede wszystkim dlatego, że rynki finansowe spełniają rolę głównego kanału, łączącego poszczególne gospodarki z gospodarką światową, ponosząc przy tym dodatkowe koszty integracji (np. ograniczenia w prowadzeniu polityki makroekonomicznej). Jako przykład posłużyć mogą Kajmany – centrum bankowe o globalnym znaczeniu (Palan, 2013, s.65-68).

Warto tutaj przytoczyć opinię, zgodnie z którą globalizacja rynków finansowych jest przede wszystkim eksperymentem politycznym we wczesnej fa-

zie realizacji (Ravenhill, 2011, s.89-91). Mimo że oceniona jako niepraktyczna i zbyt ryzykowna, nie doczekała się jakiegokolwiek alternatywnego rozwiązania. Stąd otwartość finansową uznano za jedyny kierunek ku przyszłości, także dla krajów z obozu socjalistycznego w związku z jego upadkiem w 1989 r.

Efektywne wykorzystanie przez grupę krajów rozwijających się możliwości stwarzanych przez procesy globalizacyjne było możliwe głównie w wyniku rozbudowy krajowej infrastruktury gospodarczej oraz powołania trwałych ram prawnych i instytucjonalnych celem przyciągnięcia kapitału z zagranicy. Programy zachęcające inwestorów bazują w szczególności na tworzeniu specjalnych stref ekonomicznych i minimalizowaniu obciążeń podatkowych. Jak wynika z danych UNCTAD, średnio w roku co czwarty kraj świata wprowadza potrzebne zmiany w polityce dotyczącej inwestycji zagranicznych. Z oczywistych względów chętniej implementowane są regulacje ułatwiające napływ kapitału zagranicznego – stanowią one zdecydowaną większość zmian w przepisach (średnio ok. 80%) (Lutkowski 2006, s. 448).

Liberalizacja przepływów kapitałowych zwiększa możliwość inwestowania, a zarazem możliwość pozyskania zagranicznego źródła finansowania. Prowadzenie działalności inwestycyjnej na skalę międzynarodową ułatwia wręcz proces dywersyfikacji środków i osiągania równowagi pomiędzy oczekiwaną rentownością a ryzykiem towarzyszącym decyzjom inwestycyjnym. Także podmioty poszukujące kapitału nie muszą ograniczać się jedynie do rynku krajowego – dzięki globalizacji rynków finansowych dostępne są oszczędności zgromadzone na rynkach zagranicznych.

Ważnym elementem globalizacji międzynarodowych rynków finansowych jest również możliwość emitowania przez przedsiębiorstwa swoich akcji na rynkach zagranicznych celem pozyskania inwestorów i kapitału poza krajem macierzystym.

Istotny czynnik potwierdzający proces globalizacji międzynarodowych rynków finansowych stanowią również bezpośrednie inwestycje zagraniczne, dzięki którym tworzone są stabilne i długotrwałe więzi pomiędzy gospodarkami krajowymi. Polegają one na podejmowaniu od podstaw samodzielnej działalności gospodarczej za granicą lub też przejmowaniu kierownictwa już istniejącego przedsiębiorstwa (Budnikowski 2006, s. 144).

4. INTEGRACJA MIĘDZYNARODOWYCH RYNKÓW FINANSOWYCH

Pogłębianie się powiązań finansowych niesie ze sobą liczne problemy, których rozwiązanie wymaga wspólnego działania, między innymi w związku z asymetrią informacji, polityczną niezależnością uczestników itp. Na krótką metę eksporterzy, importerzy czy inwestorzy mogą się zabezpieczać przed ryzykiem kursowym, ale jest to nie tylko kosztowne, lecz z czasem okazuje się coraz bardziej problematyczne. Tymczasem z badań empirycznych wynika (Świerkocki, Warszawa 2011, s. 284), że portfel zawierający aktywa międzynarodowe jest obciążony przeciętnie dwukrotnie mniejszym ryzykiem od podobnego portfela sporządzonego wyłącznie z aktywów krajowych. Dzieje się tak, mimo że zakup instrumentów zagranicznych napotyka dodatkowe ryzyko kursowe, a niekorzystne zmiany na rynku walutowym mogą uczynić nieopłacalną nawet najlepiej zapowiadającą się inwestycję. Staje się to silnym bodźcem.

Rozwiązanie sprzyjające wzajemnie korzystnej współzależności finansowej i pogłębiającej się integracji w zasadzie nadal opiera się na samodyscyplinie i dobrowolnej koordynacji politycznej poszczególnych państw. Właściwie funkcjonujące rynki finansowe mogą co najwyżej wysyłać sygnały zachęcające do utrzymania takiej samodyscypliny. Globalizacja w ogóle – a w szczególności na rynkach finansowych, z uwagi na stopień zaawansowania – prowadzi do znaczącego osłabienia skuteczności polityki gospodarczej rządów (Sławiński, 2014, nr 2, s. 314), co bardzo odpowiada firmom międzynarodowym, zmniejszając konieczność ich stosowania się do regulacji, które rządy mogą im narzucać. Polityka gospodarcza poszczególnych krajów jest zatem w coraz większym stopniu determinowana przez czynniki zewnętrzne, co można też postrzegać jako swego rodzaju mechanizm jej dyscyplinowania. Jednocześnie taka sytuacja powoduje liczne efekty uboczne. Oddziaływanie narodowych rządów i banków centralnych zostało znacząco ograniczone, podczas gdy globalne instytucje zarządcze dopiero się rodzą. W efekcie wiele ważnych mechanizmów w globalnej gospodarce nie działa (lub działa niewłaściwie), czego konsekwencją są np. narastające trudności czy kryzysy finansowe. Jak wskazują najnowsze doświadczenia, wiele przedkryzysowych rozwiązań regulacyjnych opierało się na wierze w efektywność funkcjonowania rynków finansowych, co skłania do ponownego zajęcia się problemem sposobów i zakresu oddziaływania państwa na sektor finansowy (Sadowski, 2014, nr 2, s. 158). Wbrew dotychczasowym koncepcjom banki centralne, jako podmioty prowadzące politykę pieniężną,

muszą angażować się na wielką skalę w działania interwencyjne skierowane na sprawne funkcjonowanie sektora finansowego, nie tylko w jego części bankowej, a przy tym muszą uwzględnić ponadnarodowy charakter działania wielu instytucji finansowych (Belka, 2014, nr 2, s. 186). Tymczasem krajowe ramy regulacyjne zasadniczo są nieadekwatne do faktycznie funkcjonujących międzynarodowych instytucji i rynków. Z globalizacją ściśle związany jest proces integracji międzynarodowej.

Zachodzi ona z dużą intensywnością i prowadzi do powstania olbrzymiego, jednolitego rynku finansowego. Widocznym przejawem tego procesu są dążenia do konsolidacji instytucji działających na różnych segmentach rynku finansowego. Ich celem jest stworzenie dużych podmiotów, które łatwiej mogą sprostać zaostrzonej konkurencji na rynkach krajowych i międzynarodowych. W konsekwencji w transakcjach dokonywanych na rynkach finansowych w coraz większym stopniu uczestniczą podmioty działające na skalę międzynarodową (Cisek, Siedlce 2008, s. 118). Pojęcie integracji oznacza tworzenie całości z poszczególnych części. W odniesieniu do zjawisk gospodarczych terminem tym określamy proces polegający na scalaniu działów gospodarki lub gospodarek poszczególnych krajów. Mówiąc o integracji rynków finansowych w UE, mamy na myśli, z jednej strony, tworzenie możliwości swobodnego przepływu kapitału i usług finansowych w ramach UE, czyli „tworzenie się całości z części” i „scalanie” rynków finansowych poszczególnych krajów. Ten typ integracji nosi nazwę integracji transgranicznej rynków finansowych. Z drugiej strony chodzi o „scalanie się przedsiębiorstw” działających w różnych segmentach rynku finansowego, tj. banków, zakładów ubezpieczeń, firm inwestycyjnych, co odbywa się w drodze tworzenia konglomeratów finansowych. Ten rodzaj integracji to integracja międzysektorowa (Iwanicz-Drozdowska, 1/2007, s. 4) Jednym z etapów integracji gospodarczej jest integracja rynków finansowych zachodząca zarówno w skali całego globu, jak również w jego regionach.

Można wyróżnić następujące etapy integracji finansowej (Piech, 4/2007, s. 5):

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

W powyższych etapach zaakcentowane zostały instytucjonalne aspekty integracji. Należy jednak zwrócić uwagę, że do integracji rynków finansowych może dochodzić nie tylko na skutek celowych działań władz, ale również wskutek procesów globalizacji. Pełna zaś integracja rynków finansowych oznacza sytuację, w której aktywa finansowe o takim samym ryzyku mogą być kupowane w różnych krajach po takiej samej cenie. Niewątpliwie jednak dla Europy czynnikiem sprzyjającym integracji było wprowadzenie wspólnej waluty euro. Do integracji rynków finansowych przyczynia się też rozwój nowych technologii informatycznych i telekomunikacyjnych. Dzięki osiągnięciom technologicznym obniżają się koszty zawierania transakcji na tych rynkach, łatwiej i szybciej można uzyskać informacje, a także zarządzać aktywami finansowymi w różnych krajach (Słowiński, 2014, nr 2). W konsekwencji wykorzystanie technologii teleinformatycznych przyczyniło się do zwiększenia konkurencji między instytucjami finansowymi oraz efektywności ich funkcjonowania.

Najważniejszą cechą odróżniającą globalizację od integracji jest jej niezamierzony charakter, który wyraża się we współzależności między regionami, krajami, kontynentami, a nawet różnymi cywilizacjami, we wszystkich dziedzinach życia społecznego. Globalizacja to szczególny rodzaj współzależności między krajami (bądź ich grupami), który jest niezamierzonym efektem następujących dwóch procesów (Fiedor, Matysiak, Warszawa 2019, s.56-58):

- • kompresji czasu i przestrzeni,
- • spadku kosztów transferu i komunikacji.

Innymi słowy, globalizacja oznacza rosnącą współzależność między krajami, wywołaną współczesnym postępem technicznym jako czynnikiem, który leży u podstaw owych dwóch procesów. Generowanie współzależności między rynkami i krajami jest cechą wspólną procesu globalizacji i integracji.

Natomiast podstawowa różnica między tymi dwoma zjawiskami polega na tym, że integracja, dzięki świadomej współpracy między niezależnymi politycznie państwami narodowymi, zmierzająca do realizacji określonych celów i korzyści całego ugrupowania, wzmacnia te współzależności. W procesie globalizacji natomiast współzależności są efektem niezamierzonym i mogą być dla jednych korzystne a innych narażać na straty. Tak więc, globalizacja stwarza potrzebę czy przesłankę integracji zarówno w skali regionalnej, jak i globalnej, aby poprzez zamierzone działania suwerennych politycznie państw działać na rzecz maksymalizacji pozytywnych ekonomicznie, politycznie i kulturowo skutków procesu globalizacji i minimalizować negatywne skutki tych działań.

Proces integracji na europejskich rynkach finansowych zbiegł się z ogólnosiwiatową tendencją do globalizacji i zwiększania znaczenia sekurytyzacji, które były stymulowane przez liberalizację międzynarodowych przepływów kapitałowych, znoszenie ograniczeń administracyjnych na rynkach finansowych (deregulacja). Do integracji rynków finansowych zarówno w ramach poszczególnych krajów, jak i w skali międzynarodowej przyczynia się również rozwój nowoczesnych technologii informatycznych i telekomunikacyjnych (Iwanicz-Drozdowska 1/2007 s. 4).

5. KRYZYS FINANSOWY JAKO PRZEŁOM W PROCESIE GLOBALIZACJI

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. Zwrócić należy uwagę na to, iż większość dużych, działających w skali globalnej banków dywersyfikowało swój stan posiadania i ryzyko w podobny sposób, przedstawiając się na coraz bardziej złożone i nieprzejrzyście instrumenty finansowe (Szymański, 2009, s. 125).

Globalny kryzys finansowy zahamował okres globalizacji finansowej. Zaobserwowano gwałtowny spadek międzynarodowych przepływów kapitałowych¹. Ich wartość w 2008 r. wyniosła zaledwie 1,9 bln USD, co stanowiło 82-procentowy spadek w stosunku do roku 2007 (w 2007 r. wartość międzynarodowych przepływów kapitałowych wynosiła 10,5 bln USD) (warto zauważyć, że światowe przyipywy kapitału w latach 2002–2007 rosły w tempie 9% rocznie). Największy spadek przepływów kapitałowych w okresie 2007–2008 odnotowała Wielka Brytania – na poziomie 101% PKB (Mikita, 2020, s.31-33).

¹ Międzynarodowe przepływy kapitałowe obejmują: bezpośrednie inwestycje zagraniczne, transakcje zakupu i sprzedaży zagranicznych instrumentów finansowych, depozyty i kredyty międzynarodowe.

Tabela 1. Zmiany dotyczące wielkości międzynarodowych przepływów kapitałowych w latach 2007-2008

Kraj/region	Spadek zagranicznych przepływów kapitałowych jako % PKB	Wielkość spadku zagranicznych przepływów kapitałowych w latach 2007–2008 (w mld USD)	Łączna wielkość międzynarodowych przepływów kapitałowych w 2008 r. (w mld USD)
Wielka Brytania	101	2.657	(-1.163)
Europa Zachodnia	21	3.134	1.173
Stany Zjednoczone	11	1.459	599
Emerging market (Azja oprócz Chin i Indii)	7	138	43
Japonia	7	352	(-16)
Chiny	4	159	143
Europa Wschodnia	3	51	247
Indie	3	28	51
Ameryka Łacińska	2	92	143
Świat (łącznie)	15	8.542	1.943

Źródło: Ch. Roxburg, S. Lund, Ch. Atkins, S. Belot, W. Hu, M. Pierce, *Global capital markets: Entering a new era*, McKinsey Global Institute, September 2009, s. 15.

Gwałtowny spadek międzynarodowych przepływów kapitałowych przyczynił się do wzrostu kosztów kapitału, jak i silnych wahań kursów walutowych. Rezultatem kryzysu był spadek tempa wzrostu wartości aktywów finansowych. Przez niemal osiem pierwszych dekad XX wieku wartość globalnych aktywów finansowych rosła w podobnym tempie jak PKB (wyjątkiem był okres wojny, gdy odnotowano gwałtowny wzrost zadłużenia rządowego). Po roku 1980 sytuacja zmieniła się. Tempo wzrostu wartości aktywów finansowych znacznie przewyższyło tempo wzrostu PKB. W latach 1990–2007 globalne aktywa finansowe wzrosły prawie czterokrotnie, światowy PKB ok. 2,5 krotnie. W 2007 roku wartość globalnych aktywów finansowych wynosiła 194 bilionów USD, co stanowiło 343% PKB (Roxburg i inni

2009, s. 8). Kryzys finansowy przerwał tę tendencję. Aktywa światowego sektora finansowego zmniejszyły się w 2008 roku o 16 bilionów USD i wyniosły 178 bilionów USD.

Tabela 2. Globalne aktywa finansowe (1990-2008)

	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Wartość aktywów (w bln USD)	48	70	112	114	113	126	139	155	174	194	178
Wartość PKB (w bln USD)	21,2	28,4	37,0	38,5	39,9	42,3	45,5	48,6	52,3	56,8	60,7
Aktywa/PKB	227	246	303	297	282	298	305	320	334	343	293

Źródło: Ch. Roxburg, S. Lund, Ch. Atkins, S. Belot, W. Hu, M. Pierce, *Global capital markets: Entering a new era*, McKinsey Global Institute, September 2009, s. 9.

Spadek aktywów finansowych nastąpił we wszystkich regionach świata (Roxburg i inni 2009, s.67-69), niemniej jednak największy był w USA i wyniósł 5,5 bln USD (stanowiło to 9% amerykańskich aktywów – z 60,4 bln USD do 54,9 bln USD), kolejne miejsce zajęła Japonia, gdzie odnotowano spadek aktywów finansowych o 2,4 bln USD oraz Chiny – spadek o 2, 4 bln USD (Roxburg i inni 2009, s. 8). W Europie Środkowej i Wschodniej aktywa finansowe obniżyły się z 4,3 bln USD do 1,5 bln USD (o 64%). W krajach strefy euro spadek wartości aktywów finansowych był relatywnie niewielki: z 43,6 bln USD do 42,0 bln USD (o 4%) – tabela 3.

Tabela 3. Kraje o największym spadku wartości aktywów finansowych w latach 2007-2008

Kraj/regiony	Wartość o jaką spadły aktywa finansowe (w bln USD)
USA	5,5
Japonia	2,4
Chiny	2,4
Rosja	0,8
Hong Kong	0,7
Indie	0,6
Francja	0,6
Szwajcaria	0,6
Niemcy	0,4
Kanada	0,3
Europa Środkowo-Wschodnia	2,8
Strefa Euro	1,6

Źródło: Ch. Roxburg, S. Lund, Ch. Atkins, S. Belot, W. Hu, M. Pierce, *Global capital markets: Entering a new era*, McKinsey Global Institute, September 2009, s. 9.

Kryzys finansowy spowodował silne ograniczenie akcji kredytowej, niewątpliwie stał się momentem przełomowym jeśli chodzi o kierunek rozwoju rynków finansowych. Proces globalizacji finansowej znalazł się w zastoju.

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, brakiem 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” (Szymański, 2009, s.87-89). 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, 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 (Chołaj, 2009r. s.67-69).

6. NOWA ERA W GLOBALIZACJI RYNKÓW FINANSOWYCH

Kontynuacja procesu globalizacji finansowej z przełomu XX i XXI wieku wydaje się niemożliwa. Rynki finansowe weszły w nową erę. Skończył się okres szybkiego wzrostu wartości akcji, czy długu prywatnego, zaczął się okres szybkiego wzrostu zadłużenia rządowego. Ponadto na światowym rynku finansowym pojawili się nowi silni gracze (nowe centra finansowe). Do 2007 roku tempo wzrostu cen akcji w krajach o dojrzałych rynkach finansowych znacznie przewyższało tempo wzrostu PKB. Kryzys finansowy zaowocował zmianą tej sytuacji (Roxburg i inni, 2009, s.97-99).

Szybki wzrost długu publicznego wynikał przede wszystkim z intensywnego rozwoju rynku obligacji emitowanych przez instytucje finansowe. Zadłużenie rządowe rośnie w szybkim tempie z uwagi na konieczność finansowania różnego typu programów rządowych, których celem jest dokapitalizowanie systemu finansowego oraz stymulacja wzrostu gospodarczego. Zadłużenie rządu Stanów Zjednoczonych wynosi około 100% PKB, podczas gdy jeszcze w 2007r. stanowiło 63% PKB. Zadłużenie rządu Japonii wynosi około 226% PKB, podczas gdy w 2007 r. wynosiło 188% PKB (Małecki, Warszawa 2017, s.87-89). „Wpompowywanie” dużej ilości pieniądza do gospodarki rodzi ryzyko zwiększania inflacji, co z kolei może przyczynić się do powstawania „banierek spekulacyjnych” (*financial bubbles*) w przyszłości. Przyszła architektura światowego rynku finansowego będzie w dużym stopniu zdominowana przez zmiany, jakie zachodzą na tym rynku. Jedną z istotnych zmian to pojawienie się nowych, istotnych graczy. Oprócz USA oraz wysoko rozwiniętych krajów europejskich, coraz większe znaczenie odgrywają Chiny oraz tzw. gospodarki wschodzące. Okres dominacji finansowej USA oraz Europy wyraźnie zmierza ku końcowi. W grupie największych 100 banków na świecie (pod względem kapitalizacji) udział banków z krajów rozwijających się (*emerging markets*) wzrósł z około 2% w roku 2004 do około 34% w roku 2010 (udział banków europejskich wg danych z 2010 r. to około 24%, natomiast banków ze Stanów Zjednoczonych – 27%)(Rottier, Veron, 2010, s. 3). Chociaż banki chińskie czy z krajów rozwijających się nie rozpoczęły, jak dotychczas, aktywnej działalności na arenie międzynarodowej (skupiają się głównie na rynkach krajowych), to jednak można się spodziewać zmiany tej sytuacji w przyszłości. Przy opracowywaniu nowych, wspólnych regulacji dla światowego systemu finansowego trzeba brać zatem pod uwagę fakt istnienia obok siebie kilku, równie silnych centrów finansowych świata. Już obecnie Shanghai jest często wybierany przez zarządzających aktywami jako główne centrum prowadzenia ich działalności. Wśród dziesięciu największych centrów znalazły się: Nowy Jork, Londyn, Tokio, Hong Kong, Paryż, Singapur, Frankfurt, Waszyngton oraz Sydney. Chociaż globalny kryzys finansowy pojawił się na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych, to jednak jego skutki były odczuwalne na całym świecie, zarówno w krajach, które są postrzegane jako kraje o dojrzałych rynkach finansowych, jak też tzw. *emerging markets* (Chiny, Rosja, Indie, Arabia Saudyjska, Brazylia, Korea Południowa, Zjednoczone Emiraty Arabskie, Izrael, Południowa Afryka, Malezja). Kryzys zaowocował pojawieniem się wielu problemów na rynkach finansowych świata. Niemniej jednak można też

wskazać pewne pozytywne skutki kryzysu finansowego. Proces globalizacji finansowej doprowadził do sytuacji w której jedne kraje świata odnotowywały stale duży deficyt na rachunku obrotów bieżących, podczas gdy inne miały nadwyżkę. Kryzys finansowy przyczynił się do złagodzenia podziału na kraje deficytowe i kraje z dużą nadwyżką (Roxburg i inni, 2009, s.89-90). Kraje, które przez wiele lat odznaczały się nadwyżką na rachunku obrotów bieżących, np. Chiny, Japonia, Niemcy, kraje azjatyckie odnotowały zmniejszenie wielkości tej nadwyżki z uwagi na zmniejszenie międzynarodowych obrotów handlowych.

Przyszłość procesu globalizacji finansowej stoi pod znakiem zapytania. Negatywne skutki tego procesu zdominowały skutki pozytywne. Nie ulega zatem wątpliwości, że globalizacja finansowa w wymiarze z końca XX i początku XXI wieku należy już do przeszłości. Niemniej jednak proces globalizacji finansowej to proces, który ewoluuje od wielu lat. O procesie tym mówiono już w czasach wielkiej rewolucji przemysłowej XIX wieku. Jego charakter był, oczywiście, inny niż charakter globalizacji przełomu XX/XXI w., niemniej jednak także polegał na stopniowym zwiększaniu współzależności między różnymi krajami świata. Można przypuszczać, że proces globalizacji finansowej nie zostanie wyeliminowany z życia gospodarczego świata, a raczej, że po raz kolejny zmieni swoje oblicze. Będziemy mieli do czynienia z tzw. procesem globalizacji kontrolowanej. Powoływane będą globalne instytucje nadzorcze odpowiedzialne za bezpieczeństwo światowego rynku finansowego. Niewątpliwie pierwszym przejawem tego zjawiska jest powołanie przez UE w 2011 r. trzech nowych instytucji tj.: Europejskiego Organu Nadzoru Bankowego (European Banking Authority), Europejskiego Organu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets Authority), Europejskiego Organu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (European Insurance and Occupational Pensions Authority) (International Monetary Fund, 10/222, 2010, s. 35–36). Chociaż próba zwiększenia kontroli procesu globalizacji finansowej wydaje się być dobrym pomysłem, to jednak stworzenie instytucji, które efektywnie zarządzałyby tym procesem, jest zadaniem niezmiernie trudnym. Wskazują na to doświadczenia z przeszłości. Proces globalizacji finansowej przełomu XX i XXI wieku zaowocował bowiem powstaniem wielu instytucji, których główne zadanie zostało określone jako wypracowywanie wspólnych rozwiązań zwiększających bezpieczeństwo działania rynków finansowych, niemniej jednak nie uchroniło to światowego rynku finansowego przed kryzysem. W 1974 r. został powołany przez guber-

natorów banków centralnych głównych państw europejskich, Japonii i USA Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (Basel Committee on Banking Supervision – BCBS) . Jego główne zadanie określono jako wydawanie rekomendacji w zakresie nadzoru bankowego. Mimo że rekomendacje wydawane przez BCBS nie stanowią obowiązujących norm prawnych, to jednak są podstawą to wydawania takich norm w poszczególnych krajach świata. W 1988 r. BCBS przedstawił pierwsze propozycje dotyczące zwiększenia bezpieczeństwa działania banków (dotyczyły one określenia minimalnych wymagań kapitałowych dla banków). Propozycje te nazwano „Bazylea I”. W 2004 r. BCBS przedstawił propozycje udoskonalenia Bazylea I. Nową umowę kapitałową nazwano Bazylea II. Globalny kryzys finansowy (2007–2009) ujawnił jednak wiele niedoskonałości regulacji zawartych w Bazylea II (Amediku, 2011, s. 7). W grudniu 2010 r. Komitet przedstawił propozycję kolejnych zmian. Noszą one nazwę Bazylea III (Basel Committee on Banking...s,35, Basel 2010). Podejmowano próby stworzenia pewnych wspólnych wytycznych dotyczących rachunkowości. Próby takie podjął International Accounting Standards Committee (IASC) w 1973 roku (<http://archive.>, 22.08.2019) oraz International Federation of Accountants (IFAC) w 1977 r. (<http://ifac.org>, 22.08.2019). W 1989 r. instytucje te opracowały międzynarodowe standardy rachunkowości (International Financial Reporting Standards– IFRS). W roku 1983 utworzono organizację o nazwie International Organization of Securities Commissions (IOSCO), której głównym zadaniem było wypracowywanie wspólnych rozwiązań w zakresie rynków papierów wartościowych. W 1994 roku powołano International Association of Insurance Supervisors (IAIS), która miała stać na straży stabilności rynku ubezpieczeniowego (IAIS skupia obecnie nadzorców rynku ubezpieczeniowego ze 190 krajów świata (<http://www.iaisweb.org>, 23.08.2011)). W 1999 r. kraje wysoko rozwinięte ustanowiły Financial Stability Forum– FSF (w 2009 r. FSF zmienił nazwę na Financial Stability Board – FSB (<http://www.financialstabilityboard.org>, 22.08.2011)). Cel działania tej instytucji określono jako opracowywanie takich rozwiązań w zakresie rynków finansowych, które zwiększałyby efektywność i bezpieczeństwo jego działania. W 2006 r., po upadku firmy Enron (związany ze skandalem w rachunkowości), powołano International Forum of Independent Audit Regulators (IFIAR) (<https://www.ifiar.org>, 22.08.2011)). Analizując daty podejmowania nowych inicjatyw regulacyjnych w zakresie rynków finansowych można wysnuć wniosek, że miały one miejsce po okresach zawirowań na światowych rynkach finansowych. Niestety, próby wprowadzania międzynarodowych regulacji finansowych nie

zawsze pozwalały na osiągnięcie zamierzonych celów. Dokładna analiza typu wprowadzanych międzynarodowych regulacji finansowych pozwala stwierdzić, że na przestrzeni lat zmieniały one swój charakter – od regulacji o charakterze czysto technicznym, ułatwiających prowadzenie transakcji na skalę międzynarodową, do wprowadzania coraz bardziej szczegółowych wytycznych dotyczących prowadzenia działalności przez instytucje finansowe. Globalny kryzys finansowy 2007–2009 pokazał, iż obecne regulacje światowych rynków finansowych nie zapewniają bezpieczeństwa ich działania.

Podjmując wysiłki zmierzające do zidentyfikowania kierunków rozwoju globalizacji rynków finansowych, trzeba zastanowić się nad przyszłością samej globalizacji, w jakim kierunku ma zmierzać świat, a wraz z nim proces globalizacji.

Zdaniem Chołaja (2009) nie można dzisiaj jednoznacznie stwierdzić w jakim kierunku będzie zmierzała globalizacja rynków finansowych, nie brakuje natomiast odpowiedzi na pytania dotyczące sugerowanych scenariuszy przyszłości (Chołaj, 2009, s. 93-95). Staniszkis (2009) twierdzi, że „obecny kryzys odbuduje globalną dominację Zachodu. Koncentrująca się na samej sobie Azja, wycofując się nieco z globalizacji, osłabi tym samym jej dynamikę. Jeśli zaś chodzi o Unię Europejską, jej podstawowym dylematem, unaocznionym przez kryzys jest ewidentne przeregulowanie, które narusza często logikę wolnego rynku” (Staniszkis, 2009, s.99-102). O pewnym spowolnieniu globalizacji pisze Chołaj (2009). Jego zdaniem „założenie pewnego ‚spadku’ globalizacji jest oparte na wiarygodnej prognozie (Fukuyama, 2009 s.67-70). I dalej: „w przeszłości, kiedy fale globalizacji przetaczały się jedna za drugą, powodowały 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. Równocześnie będzie dokonywać się transformacja globalizacji, odchodzenie od jej neoliberalnego modelu oraz wzmaganie się transnarodowej regulacji podważającej dominację korporacji o zasięgu światowym” (Samborski, 2007, s.67-72). Opinia o trwałości globalizacji znajduje niejako potwierdzenie w wywodzie Fukuyamy (2009) (Gabryś, 2002, s. 115), który twierdzi, że „za daleko już zaszliśmy, jeśli chodzi o globalizację i za bardzo wszyscy na niej polegamy, aby nagle z niej zrezygnować” (Müller, 2003, nr 5).

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 wydają się: deregulacja i reregulacja rynków finansowych, wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych, 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 technologii informacyjnej przyczynia się do szerszego dostępu do informacji na temat sytuacji przedsiębiorstw, zwiększając jednocześnie znaczenie agencji ratingowych czy banków inwestycyjnych (Samborski, 2007, s.67-69).

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

- procesy integracyjne zachodzące na rynkach finansowych,
- rozwój technologii informacyjnej i komunikacyjnej,
- postęp w technikach zarządzania ryzykiem,
- postęp w międzynarodowym podziale pracy,
- konwergencja infrastruktury rynku finansowego,
- wzrost konkurencji na rynku usług finansowych (Staniszki, 2009, s.56-59).

7. KORZYŚCI I ZAGROŻENIA WYNIKAJĄCE Z GLOBALIZACJI RYNKÓW FINANSOWYCH

Analizując i oceniając współczesną globalizację rynków finansowych, należy przyjrzeć się, jakie niesie ona ze sobą wady i zalety – zwłaszcza, że korzyści i zagrożenia są ze sobą powiązane, przenikają między sobą i należy je analizować zawsze razem. Pozytywnym jej aspektem w skali całej gospodarki światowej są:

- optymalizacja alokacji zasobów i poprawa warunków gospodarowania,
- poprawa efektywności funkcjonowania rynków poprzez ich umiędzynarodowienie i konkurencyjność,
- wzrost liczby derywatów zabezpieczających przed ryzykiem finansowym,
- dywersyfikacja ryzyka finansowego,
- powstawanie nowych instrumentów i usług finansowych.

Do negatywnych aspektów globalizacji rynków finansowych należy zaliczyć:

- „efekt przenoszenia” – zaburzenia na jednym rynku narodowym bardzo szybko są przenoszone na inne rynki,
- skala międzynarodowych przepływów kapitałów i łatwość odwrócenia tego trendu,
- możliwość narastania – w następstwie łatwość w pozyskiwaniu finansowania nierównowag w gospodarce światowej do rozmiarów, które w przyszłości mogą okazać się groźne dla stabilności gospodarki (Boruch, 2019, s. 33).

Najgroźniejszym aspektem globalizacji rynków finansowych jest efekt przenoszenia, który niesie za sobą destabilizację oraz w konsekwencji – brak bezpieczeństwa rynków finansowych. Potencjalne czynniki destabilizujące są przenoszone za pośrednictwem: handlu międzynarodowego, stadnego zachowania inwestorów, globalnej dywersyfikacji portfela inwestycyjnego oraz bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Działanie tych czynników idzie dalej, destabilizację bowiem przenoszą na system finansowy, czyniąc go niestabilnym. Przy tej okazji warto zwrócić uwagę na problem zachowań stadnych inwestorów. Otóż, w momencie pojawienia się jakichkolwiek zaburzeń w danej gospodarce narodowej –w zależności od stopnia tych zaburzeń – albo zamrażają inwestycje, albo wycofują kapitał. Na skutek efektu naśladownictwa jako typowe działania stadne, które dzięki rozwojowi globalizacji bardzo szybko przenoszą te zaburzenia na resztę gospodarki światowej.

Skutkiem postępującej globalizacji są również zmiany struktury krajowych i międzynarodowych rynków finansowych. Polega to na znacznym zmniejszeniu roli banków jako pośredników finansowych i konieczność ich zaangażowania w działalność inwestycyjną.

Efektem procesu globalizacji jest również wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych (funduszy emerytalnych, funduszy inwestycyjnych, towarzystw ubezpieczeniowych) na rynku finansowym. Proces ograniczenia znaczenia banków jako instytucji pośrednictwa finansowego określany jest jako dezintermediacja i występuje przede wszystkim w krajach uprzemysłowionych. Objawia się ona wzrostem roli finansowania przedsiębiorstw poprzez emisję papierów wartościowych i tym samym zmniejszenie roli kredytów bankowych jako źródła finansowania ich działalności. Duże znaczenie przy zmianie profilu działalności bankowej ma rosnąca konkurencja ze strony nie bankowych instytucji finansowych. W ten sposób banki niejako zostają zmuszone

do poszukiwania nowych źródeł dochodów wskutek zmniejszenia dochodów z tradycyjnej działalności depozytowo-kredytowej. W wielu krajach podjęto działania legislacyjne, umożliwiające w tej sytuacji bankom prowadzenie działalności związanej z inwestycjami (Dollar, Kraay, 2001, s.54-56).

Pozytywnym skutkiem procesu globalizacji dla systemu finansowego jest zwiększenie oferty różnorodnych lokat kapitałowych i źródeł finansowania dla podmiotów gospodarczych oraz obniżenie kosztów pośrednictwa finansowego. Oceniając proces globalizacji, wskazuje się najczęściej na wzrost efektywności i elastyczności systemu finansowego z jednej strony i zwiększenie sprawności zarządzania kapitałami w przedsiębiorstwach – z drugiej (*Rynki finansowe*, nr 13/1998).

Ponadto do korzyści z tego procesu zaliczyć można fakt, że globalizacja powinna sprzyjać kierowaniu funduszy do miejsc na świecie, gdzie mogą być najefektywniej wykorzystane. Na procesie tym najbardziej skorzystały kraje uprzemysłowione oraz kraje rozwijające się, które wcześniej dokonały odpowiednich dostosowań w zarządzaniu gospodarką (Dollar, Kraay, 2001, s.87-89). Innymi korzyściami, wynikającymi z globalizacji rynków finansowych, jest zwiększenie możliwości dla inwestorów, jak i pożyczkobiorców. Z jednej strony globalizacja zwiększa możliwości dywersyfikacji portfela inwestycyjnego poprzez dostęp inwestorów do zagranicznych rynków finansowych. Z drugiej strony, podmioty poszukujące środków na finansowanie swojej działalności na rynku finansowym dzięki globalizacji mogą korzystać nie tylko z oszczędności zgromadzonych na rynku krajowym, ale również na rynkach zagranicznych. W ten sposób mogą pozyskiwać kapitał na warunkach korzystniejszych niż na krajowym rynku finansowym.

Jeśli zaś chodzi o zagrożenia globalizacji dla rynków finansowych to za najważniejsze uznać należy możliwość gwałtownej zmiany strumienia kapitału i masową ucieczkę inwestorów z danego kraju. Dodatkowym zagrożeniem związanym z inwestycjami na rynkach zagranicznych jest również ryzyko walutowe, występujące najczęściej przy tego typu inwestycjach.

Ponadto, globalizacja rynków finansowych uznawana jest za czynnik istotnie zwiększający ryzyko pojawienia się kryzysów finansowych (IMF, 2002, s.76-78). Wskazuje się również na fakt, że globalizacja przyczynia się do zwiększenia szybkości rozprzestrzeniania się kryzysów oraz do zwiększenia ich rozmiarów. Biorąc pod uwagę negatywne skutki globalizacji rynków finansowych, istotne wydają się działania podejmowane przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy oraz inne organizacje w celu kształtowania warunków

sprzyjających harmonijnemu funkcjonowaniu rynków finansowych oraz ograniczeniu ryzyka występowania kryzysów finansowych (Oręziak, 2014, s. 174). W ostatnich trzech dekadach nastąpił znaczny rozwój rynków akcji, zarówno w krajach rozwiniętych, jak i w krajach rozwijających się. Przyczyny rozwoju mogą być różnorakie. Jedną z nich była również globalizacja wraz z rosnącymi obrotami transgranicznymi, ściślejszymi powiązaniem między rynkami finansowymi i większą obecnością zagranicznych firm finansowych na świecie (Claessens i inni, 2002, s.89-91).

PODSUMOWANIE

W ostatnich latach zaobserwować można silnie postępujący proces globalizacji współczesnych rynków finansowych. Skutkiem postępującej globalizacji są zmiany struktury rynków finansowych i zależności na nich panujących. Globalizacja rynków finansowych niesie za sobą zarówno korzyści, jak i zagrożenia. Konsekwencją opisanych zjawisk globalizacyjnych rynków finansowych, będzie konieczność kontynuacji przez państwa polityki poprawy czynników fundamentalnych takich, jak: ochrona akcjonariuszy, jakość lokalnego systemu prawnego, tak,

- aby były one bardziej atrakcyjne dla inwestorów przy zakupie akcji, a tym samym ułatwiały przedsiębiorstwom udział w rynku publicznym, mając właściwie wycenione akcje i zachowując
- właściwą płynność handlu. Należy raz jeszcze podkreślić wpływ procesu globalizacji rynków finansowych na rozwój gospodarczy poszczególnych krajów i gospodarki światowej jako całości. Idąc dalej, te globalne trendy mogą przyspieszać niektóre działania, takie jak dostęp do informacji, wprowadzanie standardów dotyczących ładu korporacyjnego, co prowadzi do harmonizacji w zakresie obrotu i rachunkowości, dalszego postępu technologicznego i zwiększenia powiązań pomiędzy rynkami.

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 do systemu działań sektora finansowego, działającego zarówno na rynkach międzynarodowych, jak i lokalnych. Należy stworzyć taki globalny system finansowy,

- w którym decydenci poszczególnych krajów podejmować będą decyzje niezależnie od nacisku międzynarodowego prywatnego sektora finansowego,
- w którym kraje zagrożone kryzysem finansowym mogłyby liczyć na efektywną pomoc międzynarodowych instytucji finansowych (Samborski, 2004, nr 3).

Literatura:

Amediku S. (2011), *Was Basel III necessary and will it bring about prudent risk management in banking*, Working Paper, Bank of Ghana;

Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems*, Basel 2010.

Belka M. (2014), *Dlaczego tylko odkrywać? Lekcje z obecnego kryzysu dla ekonomii i polityki gospodarczej*, *Ekonomista* nr 2,

Borcuch A., (2019), *Globalny system pieniężny*, CeDeWu, Warszawa;

Budnikowski A. (2000), *Globalizacja a integracja*, Biblioteka Wiedzy Europejskiej, Wydawnictwo SGH, Warszawa;

Budnikowski A. (2010), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa;

Chołaj H. (2009), *Kryzys a globalizacja (krótki przewodnik)*, Materiały z konferencji „Przedsiębiorstwo w warunkach kryzysu globalnego – wyzwania i szanse” organizowanej przez SGH w Warszawie;

Corporation: Interactions and Policy Implications, Transnational Corporations;

Dunning J.H. (1992), *The Global Economy, Domestic Governance, Strategies and Transnational*

Eichengreen B.J (1996)., *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton University Press, Princeton, NJ;

Fiedor B., Matysiak A. (2017), *Globalizacja a rozszerzenie Unii Europejskiej na Wschód*, Warszawa;

Flejterski S. (2013), *Globalizacja i globalizacja we współczesnym sektorze bankowo-finansowym – beneficjenci i poszkodowani*, [w:] *Bankowość wobec procesów globalizacji*, Uniwersytet Gdański,

Gabryś L. (2002), *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;

Globalna ekonomia polityczna, red. J. Ravenhill, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2011;

- Gotz-Kozierkiewicz D. (2012), Globalizacja rynków finansowych [w:] *Globalizacja. Mechanizmy i wyzwania*, red. B. Liberska, PWE, Warszawa;
- Held D., McGrew A. (2002), *Globalization/Anti-globalization*, Polity Press, Cambridge;
- Helleiner E. (1994), *States and the Reemergence of Global Finance*, Cornell University Press, Ithaca, NY;
- International Monetary Fund, Euro Area Policies: Selected Issues, IMF Country Report No. 10/222, 2010;
- Iwanicz-Drozdowska M (2007)., Integracja Rynków Finansowych w Unii Europejskiej, *Bank i Kredyt*;
- Lutkowski K. (2006), *Problem międzynarodowej nierównowagi płatniczej*, *Ekonomista*, nr 4;
- Małecki W. (2007), *Globalizacja rynków finansowych a polityka kursu walutowego w Polsce*, [w:] *Globalizacja rynków finansowych – implikacje dla Polski*, (red. nauk.) W. Małecki, Vizja Press & IT, Warszawa;
- Małecki W. (2017), *Globalizacja rynków finansowych a polityka kursu walutowego w Polsce*, [w:] *Globalizacja rynków finansowych – implikacje dla Polski*, (red. nauk.) W. Małecki, Warszawa;
- Matysek-Jędrych A. (2008), *Współczesne przeobrażenia systemu finansowego i ich konsekwencje*, *Bank i Kredyt*;
- Mikita M (2012)., *Przyszłość globalizacji finansowej*, Dom Wydawniczy Elipsa, Uczelnia Łazarskiego;
- Müller A. (2003), *Globalizacja — mit czy rzeczywistość?* *Bank i Kredyt* nr 5, dodatek Globalizacja od A do Z;
- Nacewski J., Zabielski K., (2010), *Globalny rynek finansowy*, Wydawnictwo Naukowe Wyższej NBP Departament Komunikacji Społecznej, Warszawa 2004;
- Nsouli S.M., Schaechter A. (2011), *Challenges of the E-banking Revolution*, Finance and Development,
- Oręziak L. (2010), Globalizacja rynków finansowych, [w:] *Globalizacja od A do Z*, NBP, Departament Komunikacji Społecznej, Warszawa;
- Oręziak L. (2014)., Globalizacja rynków finansowych, [w:] E. Czarny (red.), *Globalizacja od A do Z*,
- Oręziak L.(2003), Globalizacja rynków finansowych, *Bank i Kredyt* nr 2, dodatek Globalizacja od A do Z.
- Palan R (2013)., *The Offshore World: Sovereign Markets, Virtual Places and Nomad Millionaires*, Cornell University Press, Ithaca, NY;
- Rottier S., Veron N. (2010), *Not all financial regulation is global*, Policy Brief, Peterson Institute
- Roxburg Ch, Lund S., Atkins Ch., Belot S., Hu W., Pierce M. (2009), *Global capital markets: Entering a new era*, McKinsey Global Institute;
- Rynki finansowe*, nr 13/1998;

- Sadowski Z (2014)., *Rozwój gospodarczy i bieda*, *Ekonomista*, nr 2;
- Samborski A. (2004), *Globalizacja rynków finansowych*, *Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego* nr 3;
- Sławiński A. (2014), *Granice globalizacji*, *Ekonomista* nr 2;
- Stępień K. (2004), *Konsolidacja a efektywność banków w Polsce*, CeDeWu, Warszawa;
- Stirbu C. (2004), *Financial market integration in a wider European Union*, *Discussion Paper*, No. 297, Hamburg Institute of International Economics (HWWA), Hamburg ;
- Stockhammer E. (2010), *Financialization and the Global Economy*, Working Paper Series, Number 240, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, November;
- Szymański W. (2009), *Kryzys globalny. Pierwsze przybliżenie*, Difin, Warszawa;
- Świerkocki J. (2011), *Zarys ekonomii międzynarodowej*, PWE, Warszawa;
- Zabielski K. (1999), *Finanse międzynarodowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa;
- Zabielski K. (2006), *Finanse międzynarodowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa;
- Zorska A., (1998), *Ku globalizacji? Przemiany w korporacjach transnarodowych i w gospodarce światowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa;

Raporty i inne dokumenty:

<http://archive.iasb.org.uk>, 22.08.2019.

<http://ifac.org>, 22.08.2019

http://www.bankikredyt.nbp.pl/home.aspx?f=/content/2008/2008_01/matysek.html
(15.12.2013);

<http://www.financialstabilityboard.org>, 22.08.2011;

<http://www.iaisweb.org>, 23.08.2011;

http://www.wiedzainfo.pl/wyklady/292/globalizacja_a_rozszerzenie_unii_europejskiej_na_wschod.html

<https://www.ifiar.org>, 22.08.2011;