

Współczesne przeobrażenia systemu finansowego i ich konsekwencje*

The Contemporary Transformation of the Financial System and its Consequences

pierwsza wersja: 22 czerwca 2007 r., ostateczna wersja: 14 lutego 2008 r., akceptacja: 25 lutego 2008 r.

*Anna Matysek-Jędrych***

Streszczenie

Artykuł stanowi kontynuację rozważań prowadzonych w poprzednich opracowaniach. Podjęto w nim próbę wskazania współczesnej ewolucji systemu finansowego i jej konsekwencji. W tym celu wyodrębniono najważniejsze czynniki współczesnej ewolucji systemu: proces liberalizacji i deregulacji, postęp technologiczny oraz proces globalizacji, oraz zbadano ich wpływ na system finansowy. Przeprowadzone badania pozwoliły wskazać ilościowe i jakościowe cechy współczesnego systemu finansowego i jednocześnie rozwinąć wprowadzoną w pierwszym artykule definicję systemu finansowego. Należy wskazać kilka prawidłowości w ewolucji systemu finansowego. Systemy te mają zasadnicze znaczenie dla gospodarek poszczególnych krajów. Ich funkcjonowanie cechuje się wysoką efektywnością, ale jednocześnie narażone jest na wiele zagrożeń, które można utożsamiać z nasileniem niestabilności systemu finansowego.

Słowa kluczowe: system finansowy, ewolucja systemu finansowego, liberalizacja finansowa, globalizacja finansowa, postęp technologiczny, stabilność finansowa

Abstract

The article is a continuation of the series of articles devoted to the financial system and its evolution. In this article an attempt has been made to identify the elements shaping the current financial system and their implications. The article discusses main factors and processes of contemporary financial system evolution: liberalization and deregulation, technological progress and financial globalization and the most important quantitative and qualitative consequences of these processes for the financial system. The related literature and empirical data survey show two important characteristics of the financial system. The first one is the great importance of the financial system in the national economy of developed countries. The second one is the high efficiency of financial institutions and markets and also the higher probability of financial instability.

Keywords: financial system, evolution of financial system, financial liberalization, financial globalization, technological progress, financial stability

JEL: D82, F01, F36, G10, G20, G32

* Autorka dziękuje T. Kowalskiemu oraz recenzentom za cenne uwagi i wskazówki pomocne w przygotowaniu artykułu.

** Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Katedra Bankowości, e-mail: anna.jedrych@ae.poznan.pl

1. Wprowadzenie

Przeprowadzone w poprzednich artykułach rozważania na temat systemu finansowego, jego funkcji, budowy oraz głównych modeli dały m.in. podstawy do sformułowania wniosku o znaczeniu czynników zewnętrznych dla systemu finansowego oraz konieczności uwzględnienia jego zmienności w czasie. Dlatego kontynuując rozważania na temat systemu finansowego, warto przeanalizować czynniki współcześnie kształtujące ten system oraz wpływ ich oddziaływania na jego właściwości.

Minione trzy dekady były okresem dynamicznych zmian w funkcjonowaniu systemów finansowych. Przeobrażenia te dotyczą zarówno systemów finansowych państw rozwiniętych, jak również krajów tworzących gospodarkę rynkową¹. Charakterystyczne jest zróżnicowanie szybkości, zakresu, czasu oraz kolejności przekształceń w różnych systemach finansowych. Zależy to m.in. od odmiennych warunków wstępnych (np. stopień rozwoju, stopień restrykcyjności regulacji finansowych) oraz występowania czynników specyficznych dla poszczególnych systemów. Niemniej jednak kierunek oraz główne cechy zachodzących procesów były wspólne dla większości systemów finansowych. Dlatego diagnoza przekształceń systemu finansowego będzie miała charakter poglądowy, w wielu aspektach generalizujący. Jednocześnie będzie to próba usystematyzowania badanych zjawisk.

Przeobrażenia systemu finansowego dotyczą wszystkich aspektów jego funkcjonowania – struktury, sfery funkcjonalnej, operacyjnej, organizacyjnej oraz prawnej. Jednocześnie przeobrażenia te, zarówno w wymiarze krajowym, jak i międzynarodowym, wpływają na wiele jego cech. Z tego względu podjęto próbę zbadania najważniejszych przeobrażeń systemu finansowego i jego wybranych właściwości.

Tematyka przekształceń systemu finansowego jest szeroko i wieloaspektowo analizowana w literaturze (BIS 1992; 1997; ECB 2003). Na podstawie prowadzonych studiów literatury i obserwacji wybranych systemów finansowych² zasygnalizowano pewne problemy, inne omówiono nieco szerzej. Uwagę skupiono na kilku zagadnieniach, o których na podstawie prze-

prowadzonych badań można powiedzieć, że najsilniej oddziałują na kształtowanie się współczesnego systemu finansowego.

Zmiany decydujące o współczesnym kierunku rozwoju systemu finansowego mają dwojaką naturę i tak też będą prezentowane w artykule. Pierwszą grupę stanowią zewnętrzne wobec systemu finansowego czynniki jego współczesnej ewolucji. W drugiej grupie zebrano natomiast przekształcenia o charakterze *stricto* wewnętrznym, które można również częściowo utożsamiać z konsekwencjami oddziaływania czynników zewnętrznych. Podstawą zaszeregowania czynników do dwóch odrębnych grup były poglądy reprezentowane w literaturze. Należy jednocześnie podkreślić, że nie jest to sztywny podział, ponieważ czynniki z obu grup wzajemnie na siebie oddziałują i uzupełniają się, tworząc ramy współczesnej ewolucji systemu finansowego.

Celami artykułu są: zidentyfikowanie czynników kształtujących współczesny system finansowy i próba oceny ich wpływu z punktu widzenia struktury i funkcji systemu. W szczególności dążono do omówienia wyników najnowszych badań oraz prezentacji wybranych danych empirycznych, które pozwalają na sformułowanie ogólnych wniosków na temat właściwości współczesnego systemu finansowego. Realizacji tak przyjętego celu podporządkowano strukturę artykułu. Jego pierwszą część poświęcono identyfikacji i badaniu przeobrażeń systemu finansowego. Następnie podjęto próbę wyodrębnienia ilościowych i jakościowych konsekwencji tych przeobrażeń. Rozważania podsumowano w rozdziale prezentującym uwagi końcowe.

2. Procesy kształtujące współczesny system finansowy

2.1. Uwagi wstępne

System finansowy nie jest konstrukcją autonomiczną, całkowicie niezależną od czynników zewnętrznych (por. Matysek-Jędrzych 2007b). Wręcz przeciwnie, funkcjonuje w ściśle określonym otoczeniu ekonomicznym, politycznym, prawnym i społecznym. W konsekwencji systemy finansowe rozwijają się i zmieniają wraz ze zmianami ich otoczenia. Przegląd literatury przedmiotu w tym zakresie pozwolił wyodrębnić kilka procesów, które najsilniej wpływają na kierunek oraz tempo współczesnej ewolucji systemu finansowego.

Spśród najistotniejszych, powiązanych ze sobą procesów kształtujących współczesny system finansowy należy wskazać (BIS 1997; Trichet 2000; Schinasi 2005):

- liberalizację oraz deregulację,
- postęp technologiczny,
- procesy integracyjne i globalizację.

¹ Kraje te określa się terminem *emerging markets*. Są to takie kraje, które nie były wcześniej – z różnych przyczyn – integralną częścią gospodarki światowej, jednak podjęły reformy zmierzające do zliberalizowania swoich gospodarek i otwarcia ich na wymianę międzynarodową. Por. Małecki et al. (2001, s. 9); inne ujęcie tej problematyki zob. Allegret et al. (2003, s. 89).

² Przedmiotem zainteresowania są systemy finansowe krajów wysoko rozwiniętych. Uwagę skupiono na systemach państw należących do grupy G-10, którą tworzą najbardziej uprzemysłowione państwa na świecie (Belgia, Francja, Holandia, Japonia, Kanada, Niemcy, Stany Zjednoczone, Szwajcaria, Szwecja, Wielka Brytania, Włochy). Grupa powstała w 1962 r., kiedy 8 państw członkowskich podpisało Ogólne porozumienie o zaciąganiu kredytów przez MFW (tzw. GAB), a banki centralne Niemiec i Szwecji zgodziły się na udostępnianie środków finansowych dla MFW w celu pożyczania ich państwom członkowskim. W 1964 r. GAB został wzmocniony poprzez udział Szwajcarii. Mimo że nie zmieniono nazwy grupy na G-11, Grupę 10 faktycznie tworzy jedenaście państw. Szerzej zob. Moles, Terry (1999, s. 263).

Charakterystyczne są współwystępowanie tych procesów i ich wzajemna zależność. W niniejszym opracowaniu w miarę możliwości będą one prezentowane odrębnie. Jako ostatni czynnik wskazano procesy integracyjne i globalizacyjne, co nie oznacza, że jest najmniej istotny. Wręcz przeciwnie – należy go traktować jako skutek kumulacji czy konsekwencję pozostałych procesów. Starano się jednak wskazać chronologię przeobrażeń i związek przyczynowo-skutkowy między nimi.

Analizie procesów kształtujących współczesny system finansowy będzie towarzyszyła próba oceny ich wpływu na jego wybrane aspekty. Ze względu na obszerność i złożoność tej kwestii wybrano dwa zagadnienia, najistotniejsze z punktu widzenia systemu finansowego:

- instytucjonalną strukturę systemu (rozumianą przede wszystkim jako znaczenie banków i rynku finansowego w systemie finansowym),
- funkcjonowanie systemu finansowego.

Aspekt funkcjonalny systemu finansowego będzie analizowany zarówno w ujęciu pozytywnym (tj. z punktu widzenia korzyści dla funkcjonowania systemu), jak i negatywnym (rozumianym jako zagrożenia dla prawidłowego funkcjonowania systemu). Drugie ujęcie pozwala pośrednio wskazać podstawowe źródła niestabilności systemu finansowego. W literaturze przedmiotu niestabilność finansowa definiowana jest bowiem najczęściej jako nieprawidłowe funkcjonowanie systemu finansowego (Ferguson 2003; Padoa-Schioppa 2003; Schinasi 2005).

2.2. Liberalizacja i deregulacja a kształt współczesnego systemu finansowego

Teoretycznych źródeł liberalizacji i deregulacji systemu finansowego należy upatrywać w opublikowanym w 1973 r. paradygmacie „represji finansowej” (*financial repression*). Pojęcie to wprowadzili do literatury niezależnie McKinnon (1973) i Shaw (1973, za: Williamson 1998). Definiuje się je jako powszechne zniekształcenie cen na rynku finansowym (m.in. stóp procentowych i kursów walut) w wyniku wszechobecnego udziału rządu (państwa) w systemie finansowym. Williamson (1998) wskazuje co najmniej sześć głównych obszarów ingerencji państwa w system finansowy³.

Twórcy tego paradygmatu utrzymywali, że represja finansowa wywiera negatywny wpływ na wzrost gospodarczy oraz wielkość i potencjał systemu finansowego. Zwrócili uwagę przede wszystkim na mechanizm gromadzenia oszczędności w gospodarce, a w konsekwencji na problem optymalnego poziomu inwestycji z punktu

widzenia wzrostu gospodarczego. Zdaniem McKinnona (1973) i Shawa (1973) skutkiem zbyt niskiego poziomu stóp procentowych (kształtowanego w wyniku decyzji administracyjnych) jest niższy od optymalnego poziom oszczędności. Nadmierna interwencja państwa na rynku finansowym powoduje nieefektywną alokację zasobów oraz nasilenie zjawiska „racjonowania kredytu”⁴. Zwrócili zatem uwagę zarówno na ilościowe (poziom oszczędności), jak i jakościowe (alokacja zasobów, racjonowanie kredytu) konsekwencje represji finansowej.

Zdaniem obu autorów problem „represji finansowej” może zostać rozwiązany za pomocą liberalizacji finansowej. Liberalizacja spowoduje bowiem wzrost poziomu realnych stóp procentowych, a to będzie stymulowało wzrost oszczędności, wyższy poziom inwestycji oraz wzrost gospodarczy⁵. Prace McKinnona i Shawa odegrały ważną rolę w kształtowaniu polityki makroekonomicznej, szczególnie w krajach rozwijających się.

Liberalizację finansową najczęściej ujmuje się jako element szerszej tendencji do redukcji bezpośredniej interwencji państwa w gospodarkę. Można wskazać trzy podstawowe etapy tego procesu (Allegret et al. 2003, s. 74):

- 1) deregulację stóp procentowych,
- 2) wprowadzenie konkurencji pomiędzy różnymi metodami finansowania,
- 3) zewnętrzne „otwarcie” systemu finansowego⁶.

Z kolei Caprio et al. (2001) wskazali inny ważny element liberalizacji finansowej, oprócz likwidacji kontroli stóp procentowych i umożliwienia wejścia na rynek finansowy innym podmiotom. Jest nim prywatyzacja państwowych instytucji finansowych. Dostrzeżono bowiem, na przykładzie doświadczeń różnych systemów finansowych, że zaangażowanie państwa w instytucje finansowe może rodzić zagrożenia (sprzeczność interesów publicznych i finansowych) oraz może być źródłem nieefektywności (powoduje nadmierne koszty operacyjne oraz negatywnie wpływa na alokację kredytu). Należy się zgodzić z Caprio et al. (2001), że tylko instytucje finansowe autonomiczne wobec państwa mogą prawidłowo funkcjonować w nowym, zmienionym środowisku finansowym.

Warto zwrócić uwagę na ważny aspekt liberalizacji finansowej, często analizowany w literaturze jako od-

³ Zdaniem Williamona (1998) o represji finansowej świadczy ingerencja rządu w wybór kredytobiorcy, ustalanie wysokości stóp procentowych, w decydowanie o możliwości wejścia na rynek nowej instytucji finansowej, w działalność operacyjną banków i w to, kto i od kogo może pożyczać fundusze na rynkach zagranicznych oraz na jakich warunkach, a także jego występowanie w roli właściciela instytucji finansowych.

⁴ Autorzy ci zwracają uwagę na wystąpienie formy *implicit* racjonowania kredytu w wyniku odgórnego ustalania wysokości stóp procentowych. Sprzyja to pojawieniu się innych, poza rynkowymi, form dostarczania kredytu na rynek, które mogą opierać się na nepotyzmie i praktykach korupcyjnych. Szerzej zob. Gemech, Struthers (2003).

⁵ Prowadzone na szeroką skalę badania empiryczne, w których szukano potwierdzenia hipotezy McKinnona-Shawa nie dały jednoznacznych wyników. Nie dostrzeżono przede wszystkim pozytywnego wpływu wzrostu realnej stopy procentowej na poziom oszczędności i inwestycji. Por. Bandiera et al. (2000); Reinhart, Tokatlidis (2003, za: Gemech, Struthers 2003).

⁶ W literaturze wskazuje się odmienne miary „otwarcia systemu finansowego”. Miarami tymi są: otwarcie finansowe *de jure* (stopień likwidacji prawnych barier w przepływie kapitału) oraz otwarcie finansowe *de facto* (stopień faktycznego przepływu kapitału i integracji rynków finansowych). Szerzej na temat miary *de jure* zob. IMF (2006a) oraz miary *de facto* – Prasad et al. (2003, s. 7–8).

rębne zjawisko, a mianowicie liberalizację przepływów kapitałowych. Obejmowała ona przede wszystkim likwidowanie ograniczeń swobodnego przepływu kapitału pomiędzy krajami. Do najważniejszych form liberalizacji przepływów kapitałowych zaliczamy:

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

Liberalizacja przepływów kapitałowych jest naturalnym następstwem procesów liberalizacji wymiany handlowej, obrotów bieżących oraz inwestycji bezpośrednich. Quirk i Evans (1995) sugerują m.in., że z powodu coraz większych trudności z kontrolą przepływów kapitałowych polityka wprowadzania restrykcji finansowych musiałaby być tak radykalna, że zakłóciłaby mechanizm rynkowy, powodując znaczne straty gospodarcze i społeczne. Również zdaniem Fischera (1997; 1998) liberalizacja obrotów kapitałowych jest procesem nie tylko korzystnym, ale przede wszystkim koniecznym do rozwoju gospodarki krajowej. Jest bowiem logicznym następstwem procesów gospodarczych zachodzących w danym kraju⁷.

Ważnym elementem liberalizacji finansowej jest likwidacja kontroli czy ograniczeń związanych z kształtowaniem stóp procentowych oraz prowadzeniem działalności przez instytucje finansowe. Dlatego proces liberalizacji jest często utożsamiany z deregulacją instytucji i rynków finansowych. Deregulację powinno się jednak rozumieć wężej, jako łagodzenie obowiązujących reguł dotyczących sposobu oraz zakresu funkcjonowania instytucji i rynków finansowych (Moles, Terry 1999, s. 158). Jednocześnie pomyslna deregulacja systemu finansowego jest warunkiem koniecznym przeprowadzenia liberalizacji.

Przebieg liberalizacji w poszczególnych systemach finansowych państw należących do grupy G-10 różnił się pod względem tempa, zakresu oraz chronologii⁸. Podstawową przyczyną występowania tych różnic były odmienna restrykcyjność regulacji finansowych oraz specyficzne dla każdego kraju warunki ekonomiczne i prawne⁹. Można jednak wskazać wiele cech wspólnych procesu liberalizowania systemów finansowych w krajach rozwiniętych.

Silne restrykcje dotyczące kształtowania stóp procentowych oraz pozostałych cen na rynku finansowym, a także ograniczenia ilościowe i przestrzenne działalności prowadzonej przez instytucje finansowe były charakterystyczne dla systemu finansowego jeszcze w latach 70. ubiegłego wieku. Na początku lat 80. XX w. nasiliły się tendencje do stopniowej redukcji udziału państwa (rządu) w systemie finansowym. Dostrzeżono bowiem, że istniejące ograniczenia funkcjonowania systemu finansowego (m.in. ograniczanie konkurencji na rynku finansowym, interwencjonistyczne podejścia w prowadzeniu polityki pieniężnej, uznaniowa alokacja kredytu) przyczyniają się do zwiększenia nieefektywności alokacji kapitału, ale również prowadzenia polityki pieniężnej, a także polityki gospodarczej (BIS 1992, s. 196 i nast.).

W tabeli 1 chronologicznie zestawiono najważniejsze etapy liberalizacji systemów finansowych państw grupy G-10¹⁰. Najwcześniej przeprowadzono liberalizację systemu bankowego w Niemczech i Kanadzie. Najdłużej natomiast restrykcje finansowe obowiązywały w Japonii¹¹.

Liberalizacja systemu finansowego następowała etapami¹². Najwcześniej i w największym zakresie deregulacja ograniczyła ingerencje w kształtowanie się stopy procentowej i innych ograniczeń ilościowych w prowadzeniu działalności kredytowej banków (likwidacja tzw. pułapów kredytowych; por. tabela 1). Następnie likwidowano istniejące w niektórych krajach ograniczenia geograficzne prowadzenia działalności przez instytucje finansowe. Ważnym etapem deregulacji systemu finansowego była również likwidacja przedmiotowego ograniczenia działalności banków.

Prezentowane w literaturze oceny procesu liberalizacji finansowej z punktu widzenia struktury i funkcjonowania systemu finansowania są skrajnie odmienne¹³. Dlatego warto wskazać najważniejsze wnioski płynące z badań prowadzonych w tym zakresie. Wybrane wnioski zaprezentowano w tabeli 2. Jednocześnie należy podkreślić, że już na wstępnym etapie liberalizacji finansowej

¹⁰ W tabeli zaprezentowano najważniejsze etapy procesu deregulacji sektora bankowego. Sektor ten podlegał bowiem najsilniejszym restrykcjom.

¹¹ Czynnikiem, który dodatkowo wpłynął na specyficzny przebieg deregulacji japońskiego systemu finansowego (tj. kompleksowe reformy całego systemu), było uwidocznienie się licznych problemów związanych z funkcjonowaniem systemu. Były to m.in.: problem narastających „złych kredytów” w nieefektywnych i niekonkurencyjnych bankach, słabo rozwinięty rynek finansowy oraz problemy wynikające ze zmian demograficznych. Szerzej zob. Craig (1998).

¹² Na stopniowy charakter liberalizacji finansowej zwracają uwagę m.in. Kaminsky i Schmukler. Należy jednocześnie zauważyć, że liberalizacja nie przebiegała bez zakłóceń, występowały bowiem okresy powrotu do restrykcji finansowych, co było bezpośrednią konsekwencją kryzysów finansowych (np. kryzys zadłużeniowy w 1982 r., kryzys w krajach Ameryki Łacińskiej w połowie lat 90. ubiegłego wieku, jak również kryzys azjatycki). Por. Kaminsky, Schmukler (2002, tabela 1 oraz aneks do tabeli 1).

¹³ Znamienne jest, że krytyczne opinie na temat liberalizacji dotyczą tylko wybranych aspektów tego procesu. Rzadko pojawiają się – poparte danymi empirycznymi – głosy całkowicie negujące tendencje deregulacyjne we współczesnym systemie finansowym. W gronie ekonomistów wyrażających sceptyczne czy wręcz krytyczne uwagi pod adresem liberalizacji finansowej znaleźli się m.in. Stiglitz (1993 za: Fry 1997, s. 759; 2004), Krugman (1998), Rodrik (1999).

⁷ W podobnym tonie wypowiada się Shafer (1995), który wskazuje na ewolucję koncepcji i prowadzenia polityki makroekonomicznej (w szczególności polityki pieniężnej), które wymusiły likwidację kontroli przepływu kapitału.

⁸ W odniesieniu do krajów należących do Unii Europejskiej można wskazać wyraźne nasilenie zjawiska deregulacji i jednocześnie ujednolicenie jej przebiegu w związku z uznaniem deregulacji za element procesu tworzenia wspólnego rynku europejskiego. Zob. szerzej Canals (1997, s. 26–34).

⁹ Szerzej na temat przebiegu liberalizacji systemów finansowych w krajach rozwiniętych zob. np. Kaminsky, Schmukler (2002). Na temat przebiegu liberalizacji przepływów kapitałowych zob. Eichengreen, Mussa (1998, s. 31–40); Gruszczyński (2002, s. 22–31).

Tabela 1. Przykłady liberalizacji podejmowanych w systemach finansowych krajów G-10

Kraj	Podjęte działania
Belgia	Zniesienie kontroli kredytów ¹ (1978) Wejście w życie drugiej Dyrektywy Bankowej (1992)
Francja	Złagodzenie wymogów specjalizacji w bankach (1984) Zniesienie kontroli kredytów ¹ (1987) Wejście w życie drugiej Dyrektywy Bankowej (1992)
Holandia	Zniesienie pułapu oprocentowania kredytów bankowych (1987) Liberalizacja polityki oddzielającej działalność bankową i ubezpieczeniową (1990) Wejście w życie drugiej Dyrektywy Bankowej (1992)
Japonia	Pełna deregulacja stóp procentowych (1991) Zniesienie kontroli kredytowej ¹ (1991) Złagodzenie wymogów specjalizacji w bankach (1993) Zakończenie deregulacji stóp procentowych (1994)
Kanada	Zniesienie pułapu oprocentowania kredytów bankowych (1967) Zniesienie zakazu udzielania przez banki kredytów hipotecznych (1967) Zezwolenie bankom na tworzenie filii udzielających kredytów hipotecznych (1980)
Niemcy	Pełna deregulacja stóp procentowych (do 1967) Pełna likwidacja kontroli kredytów ¹ (1973) Wejście w życie drugiej Dyrektywy Bankowej (1992)
Stany Zjednoczone	Deregulacja stóp procentowych, znosząca Regulację Q ² (w okresie czteroletnim od 1980 r.) Zniesienie restrykcji dotyczących kas oszczędnościowych ³ (1980)
Szwajcaria	Zniesienie kontroli kredytów ¹ (1975)
Szwecja	Zniesienie pułapu oprocentowania depozytów (1978) Likwidacja pułapu emisji nowych obligacji przedsiębiorstw (1980) Zniesienie pułapu oprocentowania kredytów (1985)
Wielka Brytania	Zniesienie kontroli kredytów ¹ i tzw. gorsetu ⁴ (1980) Zniesienie minimalnej stopy kredytu Banku Anglii (1981) Dopuszczenie do konkurowania banków i towarzystw budowlanych w dziedzinie finansowania budownictwa mieszkaniowego (po 1981) Wprowadzenie drugiej Dyrektywy Bankowej (1993)
Włochy	Deregulacja stóp procentowych (1983) Zniesienie pułapów kredytowych (1983), cofnięto w latach 1986–1987 Wejście w życie drugiej Dyrektywy Bankowej (1993) Zniesienie wymogu oddzielenia instytucji udzielających kredytów krótko- i długoterminowych (1994)

¹ Kontrola kredytów – forma regulacji działalności kredytowej banków, odnosząca się do ingerencji państwa w ustalanie ceny kredytu lub wielkości akcji kredytowej (może mieć charakter selektywny lub ogólny).

² Regulacja Q – regulacja, na mocy której System Rezerwy Federalnej uzyskał prawo ustalania maksymalnego oprocentowania stóp procentowych, jakie banki mogły wypłacać od depozytów oszczędnościowych i terminowych.

³ Zniesienie restrykcji dotyczących kas oszczędnościowych – Ustawa o deregulacji instytucji finansowych i kontroli monetarnej (tzw. DIDMCA) umożliwiła kasom oszczędnościowym podejmowanie operacji obciążonych większym ryzykiem (m.in. udzielanie kredytu hipotecznego dla przedsiębiorstw do wysokości 40% aktywów, kredytów konsumpcyjnych do wysokości 30% aktywów).

⁴ „Gorset” – Specjalny uzupełniający program depozytowy (*Supplementary Special Deposit Scheme*), będący ilościowym narzędziem kontroli kredytów, zgodnie z którym na banki podnoszące oprocentowanie depozytów powyżej ustalonego limitu nakładana była kara finansowa.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Drees, Pazarbaşıoğlu (1998); Boone et al. (2001); Kaminsky, Schmukler (2002).

wej zdawano sobie sprawę z większości potencjalnych negatywnych skutków tego procesu¹⁴. Nie można jednak było przewidzieć nasilenia tych problemów.

Konsekwencje liberalizacji dla struktury systemu finansowego nie są jednoznaczne (por. tabela 2). Nie można bowiem uznać z całą stanowczością, że liberalizacja była bezpośrednią przyczyną wzrostu znaczenia jednego z segmentów systemu finansowego. Pewne konsekwencje liberalizacji znalazły odzwierciedlenie we wzroście

znaczenia sektora bankowego, inne z kolei przyczyniły się do wzmocnienia pozycji rynku finansowego. „Zewnętrzne” otwarcie systemu finansowego doprowadziło do wzrostu presji konkurencyjnej w systemie finansowym. Wpłynęło to na poprawę funkcjonowania banków i umocnienie się ich pozycji na rynku. Banki w krajach rozwiniętych uzyskały możliwość ekspansji na rynki zagraniczne, w szczególności na rynki krajów tworzących gospodarkę rynkową. Z punktu widzenia rozwoju banków i wzmocnienia ich pozycji na rynku ważną była także likwidacja przedmiotowego ograniczenia działalności banków, co znalazło wyraźne odzwierciedlenie w zmianie strategii ich funkcjonowania (Miklaszewska 2004). Ponadto, okres „represji finansowej” sprzyjał nie-

¹⁴ Wśród ubocznych efektów wskazuje się przede wszystkim: pogorszenie sytuacji finansowej podmiotów, które w okresie represji finansowej korzystały z przywileju finansowania przez banki, wzrost wysokości oraz większą zmienność stóp procentowych i cen aktywów, dotychczas silnie kontrolowanych przez państwo oraz związany z tym wzrost ryzyka. Szerzej zob. Caprio et al. (2001, s. 3 i następne).

Tabela 2. *Wpływ liberalizacji finansowej na system finansowy – przegląd wybranych badań*

Autor/ autorzy	Przedmiot badań	Konsekwencje dla systemu	Wnioski
Diaz-Alejandro (1985) Demirguc-Kunt, Detragiache (1998)	Wpływ liberalizacji na stabilność systemu finansowego	Wpływ negatywny	Liberalizacja finansowa zwiększa prawdopodobieństwo pojawienia się kryzysu bankowego, jednak prawdopodobieństwo to znacznie maleje wraz z poprawą instytucjonalno-prawnego środowiska systemu finansowego. Przyczyną kryzysu nie jest więc sama liberalizacja finansowa, lecz brak towarzyszących jej reform instytucjonalnych, prawnych i poprawy środowiska makroekonomicznego.
Levine, Zervos (1996)	Oddziaływanie liberalizacji na rozwój rynku kapitałowego	Wpływ pozytywny	Liberalizacja rynku kapitałowego przyczynia się do rozwoju tego rynku poprzez łatwiejszy dostęp do informacji, wprowadzenie międzynarodowych standardów rachunkowości i wzrost ochrony inwestora.
Guitián (1998)	Zależność między liberalizacją a konkurencyjnością	Wpływ pozytywny	Liberalizacja przepływów kapitałowych przyczynia się do rozwoju głębokich, aktywnych krajowych rynków finansowych. Znajduje również odzwierciedlenie w wyraźnym zwiększeniu wartości płynnych aktywów, możliwości dywersyfikacji ryzyka oraz przyczynia się do rozwoju infrastruktury systemu finansowego.
Obstfeld (1998)	Znaczenie liberalizacji rynków finansowych dla alokacji środków finansowych	Wpływ pozytywny	Międzynarodowy rynek kapitałowy – powstały w wyniku liberalizacji krajowych rynków – pozwala na najbardziej produktywną alokację oszczędności w związku z brakiem ograniczenia miejsca inwestycji.
Fischer (1998) oraz Obstfeld, Taylor (2004)	Oddziaływanie liberalizacji na warunki funkcjonowania instytucji i rynków finansowych	Wpływ pozytywny	Liberalizacja finansowa pośrednio przyczynia się do poprawy makroekonomicznych warunków funkcjonowania instytucji i rynków finansowych (ze względu na dyscyplinujący wpływ liberalizacji finansowej na politykę rządu, w szczególności na ograniczenie ekspansywnej polityki fiskalnej i pieniężnej) oraz poprawę środowiska regulacyjno-prawnego. Dyscyplinująca rola liberalizacji przepływów kapitałowych wynika z dużej wrażliwości przepływów kapitałowych na jakość polityki makroekonomicznej.
Honohan (2000)	Wpływ liberalizacji na wysokość i zmienność stóp procentowych	Wpływ negatywny	Liberalizacja finansowa powoduje wzrost stóp procentowych i ich większą zmienność (szczególnie w krajach tworzących gospodarkę rynkową, gdzie wysokość stóp zbliża się do poziomu występującego w krajach rozwiniętych).
Claessens et al. (2001)	Wpływ banków zagranicznych na efektywność banków krajowych	Wpływ pozytywny	Liberalizacja rynku bankowego i umożliwienie wejścia na dany rynek banków zagranicznych przyczyniają się do wzrostu konkurencyjności, a w konsekwencji wymuszają zwiększenie efektywności działania banków krajowych.
Mishkin (2001)	Znaczenie liberalizacji dla funkcjonowania instytucji i rynków finansowych	Wpływ pozytywny	Liberalizacja, której towarzyszą reformy instytucjonalne, przyczynia się do zwiększenia znaczenia jakościowych aspektów funkcjonowania instytucji i rynków finansowych (przejrzystości i odpowiedzialności) i pozwala na ograniczenie problemów wynikających z asymetrii informacji.
Kaminsky, Schmukler (2002)	Wpływ liberalizacji na rozwój rynku finansowego	Wpływ pozytywny	Liberalizacja finansowa pośrednio przyczynia się do rozwoju rynków finansowych poprzez rozwój infrastruktury instytucjonalnej i prawnej sprzyjającej umacnianiu się rynku finansowego (przejrzystość, obowiązek ujawniania informacji, poprawa ochrony praw indywidualnego inwestora).
Ishii, Habermeier (2002)	Wpływ liberalizacji przepływów kapitałowych na stabilność systemu finansowego	Wpływ negatywny	Liberalizacja przepływów kapitałowych przyczynia się do niestabilności systemu finansowego w sytuacji, gdy nie została przeprowadzona sekwencyjnie i nie towarzyszyły jej niezbędne reformy makroekonomiczne.

Źródło: opracowanie własne.

efektywnemu działaniu banków. Z jednej strony chroniono je przed zewnętrzną konkurencją, a z drugiej strony ich funkcjonowanie było nadmiernie regulowane i źle nadzorowane, gdyż jedynym nadzorcą było państwo. Reasumując, liberalizacja finansowa pozwoliła zwiększyć efektywność działania banków¹⁵.

¹⁵ Prowadzone badania wskazują również, że presja konkurencyjna ze strony banków zagranicznych wchodzących na dany rynek krajowy wpływa na poprawę efektywności funkcjonowania banków. Por. Claessens et al. (2001); Kowalski et al. (2002); Martinez Peria et al. (2005).

Proces liberalizacji pośrednio wpłynął również na rozwój rynku finansowego i wzrost jego znaczenia w systemie finansowym. Było to konsekwencją kształtowania się – w wyniku liberalizacji – struktury instytucjonalnej rynku finansowego. Zdaniem Kaminsky i Schmuklera (2002) decyzja o wprowadzeniu deregulacji finansowej przyczynia się do niemal jednoczesnego przeprowadzenia reform instytucjonalnych, których skutkiem są m.in. wzrost przejrzystości i wprowadzenie wymogu ujawniania informacji na rynku finansowym, poprawa ochrony

praw indywidualnego inwestora oraz ochrona mniejszościowych akcjonariuszy. Analogiczny wpływ na rozwój rynku finansowego wywiera liberalizacja przepływów kapitałowych, powodująca powstanie nowego wymiaru konkurencji w systemie finansowym (Guitián 1998). Podobnych wniosków dostarczają badania prowadzone przez Levine'a i Zervosa (1996), którzy zidentyfikowali tendencję rozwojową rynku kapitałowego na skutek liberalizacji tego rynku. Na podstawie przeprowadzonych badań autorzy wyodrębnili jakościowe zmiany środowiska związane z liberalizacją i sprzyjające rozwojowi rynku kapitałowego. Są to: zwiększenie dostępności wiarygodnych i pełnych informacji, wprowadzenie międzynarodowych standardów rachunkowości i poprawa ochrony praw indywidualnego inwestora.

Ocena funkcjonalnego aspektu systemu finansowego z punktu widzenia liberalizacji finansowej również nie ma jednoznacznie pozytywnego bądź negatywnego charakteru (por. tabela 2). Charakterystyczne jest, że liberalizacja i deregulacja finansowa najbardziej wpłynęły na sferę funkcjonalną sektora bankowego, a zatem tego segmentu systemu finansowego, którego działanie podlegało najsilniejszym restrykcjom. Podkreśla się, że liberalizacja przyczynia się do poprawy funkcjonowania systemu finansowego z jednej strony w wyniku zwiększenia dostępności środków finansowych i możliwości wyboru źródeł finansowania, z drugiej natomiast dzięki możliwości w zasadzie nieograniczonej dywersyfikacji ryzyka pomiędzy różnymi krajami (por. tabela 2).

Analizując sferę funkcjonalną systemu finansowego, który podlega liberalizacji, dostrzeżono również – oprócz wielu wspomnianych korzyści – szereg zagrożeń dla systemu. Zagrożenia te mają wpływ na kształtowanie się właściwości systemu finansowego, w szczególności jego stabilność. W rezultacie prowadzonych badań empirycznych i toczącej się debaty na ten temat sformułowano następujące wnioski:

1. Deregulacja stóp procentowych prowadzi do wzrostu ich wysokości (Honohan 2000), ale również do ich większej zmienności. W związku z występującym niedopasowaniem terminowym aktywów i pasywów banków wzrost stóp może spowodować wzrost kosztu pozyskiwania funduszy. Jednocześnie zmiana stóp procentowych aktywów nie będzie tak szybka ze względu na obowiązujący termin ich zapadalności (Demirgüç-Kunt, Detragiache 1998, s. 7).

2. Likwidacja kontroli międzynarodowego przepływu kapitału umożliwia bankom i innym instytucjom finansowym pozyskanie nowych źródeł finansowania na zagranicznych rynkach. Jednocześnie jednak liberalizacja stwarza niebezpieczeństwo niedopasowania aktywów i pasywów w zakresie waluty. Zagadnienie to wskazuje się jako jeden ze zidentyfikowanych mechanizmów powstawania tzw. bliźniaczego kryzysu, będącego zespoleniem kryzysu bankowego i walutowego (Kaminsky, Reinhart 1999).

3. Deregulacja działalności kredytowej banków prowadzi do znacznego wzrostu akcji kredytowej dla sektora prywatnego. McKinnon i Pill (1997) określili to zjawisko – opierając się na stworzonym przez I. Fishera modelu deflacji długu – mianem „syndromu nadmiernego zadłużenia” (*overborrowing syndrome*), będącego skutkiem przekształcenia gospodarki „represyjnej” w liberalną. Syndrom ten jest – w ujęciu McKinnona – konsekwencją występowania pokusy nadużycia ze strony banków przekonanych, że w razie zagrożenia otrzymają wsparcie dzięki istnieniu gwarancji dla deponentów.

Krytyka liberalizacji finansowej opiera się m.in. na „hipotezie niestabilności finansowej” H. Minsky'ego (1991; 1992, zob. również: Weller 1999; Arestis, Glickman 2002). Liberalizacji finansowej towarzyszą bowiem z reguły nadmiernie optymistyczne oczekiwania, co wpływa na ekspansję kredytową banków. Szczególnie ważną rolę w wywoływaniu niestabilności finansowej (a wręcz kryzysu finansowego) odgrywa, zdaniem Minsky'ego, struktura długów, w której istotny jest udział długów zaciągniętych w celu finansowania projektów o charakterze spekulacyjnym¹⁶.

Wydarzenia, które następowały wraz z liberalizacją finansową lub tuż po jej zakończeniu, wywarły duży wpływ na ocenę tego procesu z perspektywy funkcjonowania instytucji i rynków finansowych. Doświadczenia kryzysu Europejskiego Systemu Monetarnego (1992–1993), kryzysu w Meksyku (1994–1995), kryzysu azjatyckiego (1997–1998), jak również kryzysów w Rosji (1998) i Ameryce Łacińskiej (1998–2000) skłoniły wielu ekonomistów do upatrywania właśnie w procesie liberalizacji finansowej głównej przyczyny niestabilności systemu finansowego (Diaz-Alejandro 1985; Sundararajan, Baliño 1991; Drees, Pazarbaşıoğlu 1998; Kaminsky, Reinhart 1999; Mishkin 2001; Gruszczynski 2002). Wnioski płynące z ich badań wskazują jednak, że główne znaczenie dla analizy związku między liberalizacją finansową a niestabilnością systemu finansowego miały występujące w danym państwie warunki instytucjonalne, jakość środowiska makroekonomicznego oraz tempo i forma przeprowadzonej liberalizacji, a nie zjawisko liberalizacji *per se* (por. tabela 2). Skutkiem tych badań jest zalecenie tzw. sekwencyjnego podejścia do procesu liberalizacji finansowej (Ishii, Habermeier 2002). Doprowadziło ono do znacznie szerszego pojmowania samej liberalizacji, a mianowicie jako elementu spójnego programu makroekonomicznych i mikroekonomicznych reform strukturalnych. Na podstawie przeprowadzonych badań wykazano bowiem, że negatywne skutki liberalizacji finansowej są w dużym stopniu konsekwencją słabo rozwiniętej infrastruktury instytucjonalnej (Kaminsky, Schmukler 2002, s. 20–23; Obstfeld, Taylor 2004, s. 279–294; Mishkin 2005, s. 8–18). Brak takiej infrastruktury zakłóca prawidłowy przebieg liberalizacji

¹⁶ Szerzej na temat przebiegu kryzysu finansowego w modelu H. Minsky'ego zob. Kindleberger (1999, s. 22–35).

finansowej, nie pozwalając osiągnąć wszystkich zakładanych rezultatów tego procesu.

Prowadząc badania w tym nurcie, Fry (1997, s. 759) wskazał pięć następujących warunków wstępnych prawidłowego przebiegu liberalizacji finansowej:

- 1) adekwatność rozwiązań w zakresie nadzoru i regulacji ostrożnościowych banków do stopnia rozwoju i postępującej liberalizacji systemu,
- 2) umiarkowana stabilność cen,
- 3) dyscyplina budżetowa, ograniczająca negatywny wpływ podatku inflacyjnego,
- 4) działania banków ukierunkowane na maksymalizację zysków,
- 5) neutralny, z punktu widzenia instytucji finansowych, system podatkowy.

Dalsze badania (w szczególności prowadzone przez międzynarodowe instytucje finansowe¹⁷) pozwalają dodać do tych warunków powodzenia liberalizacji wzrost przejrzystości operacji finansowych, reguł działalności gospodarczej, reguł prawnych oraz poprawę funkcjonowania nadzoru właścicielskiego¹⁸.

Na podstawie przeprowadzonej analizy literatury i obserwacji systemów finansowych można wskazać przyczyny występowania rozbieżności w ocenie wpływu liberalizacji na prawidłowość funkcjonowania i strukturę systemu finansowego.

Po pierwsze, skutki liberalizacji zależą od tego, czy przedmiotem badań jest kraj wysoko rozwinięty, czy też kraj tworzący gospodarkę rynkową. Charakterystyczne jest bowiem, że negatywne aspekty liberalizacji finansowej wskazuje się z reguły w odniesieniu do krajów rozwijających się (Demirgüç-Kunt, Detragiache 1998, s. 5; Małeckie et al. 2001, s. 179–180). Wśród podstawowych przyczyn występowania różnic w zakresie skutków liberalizacji w krajach rozwiniętych i rozwijających się wyróżnia się błędną politykę makroekonomiczną po przeprowadzaniu liberalizacji (Wyplosz 2001, s. 16; De la Torre et al. 2002, s. 335–357) oraz słabo ukształtowane środowisko instytucjonalne w krajach rozwijających się. Badając konsekwencje liberalizacji dla struktury i funkcji systemu finansowego, powinno się odrębnie rozpatrywać dwie grupy krajów: jedną grupę stanowią kraje o rozwiniętej gospodarce i jednocześnie rozwiniętym systemie finansowym, drugą – kraje tworzące gospodarkę rynkową.

Po drugie, wpływ na ocenę liberalizacji ma również horyzont czasowy prowadzonych badań. O ile skutki liberalizacji występujące w krótkim okresie po przeprowadzonych reformach deregulacyjnych mogą być oceniane jako negatywne, o tyle już w długim okresie nawet w krajach tworzących gospodarkę rynkową skutki liberalizacji dla systemu finansowego, a także dla gospo-

darki jako całości oceniane są jako pozytywne (Caprio et al. 2001; Wyplosz 2001; Kaminsky, Schmukler 2002).

2.3. Wpływ postępu technologicznego na strukturę i funkcje systemu finansowego

Innym ważnym procesem silnie oddziałującym na kształtowanie się współczesnego systemu finansowego jest postęp, który dokonał się i nadal dokonuje w dziedzinie technologii i technik teleinformatycznych. Postęp ten, określaný również mianem rewolucji w zakresie technologii informacyjnych (IMF 2001), wskazywany jest jako fundamentalny czynnik przeobrażeń systemów finansowych (Crockett 2000)¹⁹.

Rewolucja w zakresie technologii informacyjnych wywarła i nadal wywiera znaczny wpływ na strukturę i funkcje systemu finansowego. Jest również źródłem licznych zagrożeń dla funkcjonowania tego systemu, oddziałując na jego stabilność. W artykule zostaną omówione zarówno pozytywne, jak i negatywne aspekty tego procesu.

Prowadząc badania nad wpływem postępu technologicznego na strukturę systemu finansowego i funkcje jego poszczególnych elementów, Mishkin i Strahan (1999) uwypuklili dwa podstawowe elementy, poprzez które ten wpływ się dokonuje, a mianowicie obniżenie kosztów transakcyjnych i redukcję zjawiska asymetrii informacji. Zwrócili zatem uwagę na te elementy teorii finansów, których uwzględnienie dało asumpt do podjęcia szerszych badań nad problematyką funkcjonowania systemu finansowego. Wykorzystanie nowych technologii teleinformatycznych oddziałuje w szczególności na koszty przeprowadzania transakcji finansowych²⁰. Wzrosła również dostępność informacji i łatwość jej gromadzenia, co istotnie wpłynęło na redukcję nierównomierności rozkładu informacji oraz niepewności przeprowadzania transakcji finansowych (Greenspan 2000). W konsekwencji wykorzystanie technologii teleinformatycznych przyczyniło się do zwiększenia konkurencji między instytucjami finansowymi oraz efektywności ich funkcjonowania. Należy więc wnioskować o korzystnym wpływie postępu technologicznego na umocnienie się pozycji instytucji finansowych (w szczególności banków) w systemie finansowym.

Jednocześnie należy podkreślić, że postęp ten przyczynił się do spadku znaczenia tradycyjnej bankowości depozytywo-kredytowej. Jak bowiem wskazują badania Edwardsa i Mishkina (1995), wprowadzenie nowych technologii teleinformatycznych zmusiło banki do wy-

¹⁷ Zob. np. IMF (2001, s. 145–173).

¹⁸ Mishkin (2001, s. 31–32) wymienia natomiast następujące warunki wstępne liberalizacji finansowej: właściwą strukturę nadzoru bankowego, istnienie wymogów ujawniania informacji oraz standardów rachunkowości, ograniczenia w zakresie kredytów dla podmiotów powiązanych z bankiem, dobrze funkcjonujący system prawny oraz sądownictwo.

¹⁹ Warto dodać, że w literaturze prezentowane są skrajne poglądy. Według pierwszego z nich rewolucja technologiczna spowoduje diametralne i nieodwracalne zmiany w funkcjonowaniu gospodarki. Według drugiego wpływ nowych technologii jest niewielki i powinien być rozpatrywany w kategoriach przejściowej mody, a nie trwałej zmiany jakościowej. Por. The Economist (2000).

²⁰ Por. dane dotyczące kształtowania się kosztów pozyskiwania informacji, przeprowadzania transakcji i wykorzystywania najnowszych technologii teleinformatycznych prezentowane w artykule: Masson (2001).

boru jednej z dwóch strategii funkcjonowania. Po pierwsze, mogły utrzymać jako główną sferę funkcjonowania kredytowanie, rozszerzając jednak znacznie jego przedmiot²¹. Po drugie, mogły zwiększać udział operacji pozabilansowych i świadczyć usługi spoza zakresu tradycyjnej bankowości depozytywo-kredytowej. Inną widoczną zmianą strukturalną w odniesieniu do banków jest konsolidacja w sektorze bankowym²² i rosnąca koncentracja, będąca m.in. konsekwencją utraty przewagi konkurencyjnej małych lokalnych banków w zakresie oceny ryzyka lokalnych przedsiębiorców²³.

Z drugiej jednak strony technologie teleinformatyczne umożliwiły również zredukowanie problemu asymetrii informacji towarzyszącego zawieraniu transakcji finansowych bez pośredników finansowych. Wykorzystanie tych technologii pozwoliło uczestnikom rynku finansowego na szybkie i łatwe pozyskiwanie informacji o pożyczkobiorcy (redukcja negatywnej selekcji) oraz monitorowanie jego zachowania i sytuacji finansowej (redukcja ryzyka nadużycia)²⁴. Można zatem uznać, że wykorzystanie nowych technologii teleinformatycznych w systemie finansowym zachwiało fundamentalną teoretyczną przesłanką występowania instytucji finansowych (jako pośredników) w strukturze systemu finansowego (za prekursorów tego teoretycznego ujęcia pośrednictwa finansowego uznaje się Lelanda i Pyle'a 1977). Jednocześnie wskazuje się, że postęp technologiczny (i związane z nim innowacje finansowe) są jednym z głównych czynników rozwoju płynnych rynków finansowych (Trichet 2000). Wpływ technologii informatycznych na rozwój tych rynków dokonuje się zdaniem Mishkina i Strahana (1999, s. 6–11) poprzez rozwój²⁵:

- finansowego rynku dłużnego – w wyniku gwałtownego wzrostu wartości emisji dłużnych papierów wartościowych przedsiębiorstw i jednoczesnego zmniejszenia dominacji instytucji finansowych w tym zakresie,

- rynku instrumentów pochodnych, który umożliwił przedsiębiorstwom bezpośrednie zarządzanie ryzykiem walutowym i ryzykiem stóp procentowych.

W świetle przedstawionych argumentów rozwój rynku finansowego w konsekwencji postępu technologicznego należy postrzegać przede wszystkim przez

pryzmat omówionej w poprzednim artykule tradycyjnej dychotomii dotyczącej metod finansowania (*arm's length finance* i *relationship finance*). Należy bowiem zauważyć, że postęp technologiczny i związana z nim redukcja asymetrii informacji sprzyjają rozwojowi metody finansowania *arm's length finance*. Biorąc pod uwagę, że metoda ta jest charakterystyczna dla systemów opartych na rynku, naturalną konsekwencją postępu technologicznego jest rozwój rynku finansowego.

Oceniając wpływ postępu technologicznego na funkcje systemu finansowego, trzeba zauważyć, że postęp ten przyczynił się do rozwoju innowacji finansowych, które należy rozumieć jako pojawienie się nowych instrumentów finansowych, nowych form organizacyjnych, ale również jako możliwość rozwoju nowych rynków finansowych. W literaturze przedmiotu wskazuje się właśnie tworzenie kompletnych rynków finansowych i związaną z tym poprawę alokacji zasobów jako najważniejsze pozytywne skutki rozwoju technologicznego (Rajan, Zingales 1998; Weber 2006). Na realizację funkcji systemu finansowego pośrednio wpłynęła również zmiana potrzeb finansowych przedsiębiorstw, w szczególności tych przedsiębiorstw, które powstały w wyniku rewolucji teleinformatycznej. Przedsiębiorstwa te z reguły prowadzą działalność w innowacyjnych branżach, z czym wiąże się wzrost ryzyka instytucji finansującej działalność takiego przedsiębiorstwa. Wysokie i specyficzne ryzyko inwestycji oraz niemożność finansowania przez banki rozwoju przedsiębiorstw z innowacyjnych branż (szczególnie na wstępnym etapie ich rozwoju) spowodowały instytucjonalny rozwój rynków finansowych, w szczególności przyczyniły się do rozwoju funduszy typu *venture capital* oraz *private equity*.

Innowacje finansowe w postaci nowych instrumentów finansowych w szczególności znalazły zastosowanie w zarządzaniu ryzykiem. Podstawową korzyścią z rozwoju technik teleinformatycznych jest tu możliwość bezpośredniego zabezpieczenia się przed ryzykiem dzięki wykorzystaniu m.in. instrumentów pochodnych (Allen, Gale 1994; Finnerty, Emery 2002). Jak jednak podkreśla Merton (1995, s. 470–479) warunkiem koniecznym wykorzystania instrumentów pochodnych do zwiększania efektywności finansowej podmiotów gospodarczych jest jednocześnie przeprowadzenie zmian w infrastrukturze instytucjonalnej systemu finansowego. O ile wprowadzenie instrumentów pochodnych jest zadaniem jednorazowym i krótkotrwałym, o tyle zmiany struktury instytucjonalnej wymagają długotrwałych, skoordynowanych i kompleksowych działań. W tym kontekście rozwój technologiczny, podobnie jak omówiony wcześniej proces liberalizacji finansowej, może zagrozić właściwemu funkcjonowaniu systemu finansowego, o ile nie towarzyszą mu dostosowawcze przeobrażenia infrastruktury instytucjonalnej i prawnej.

²¹ Nowe obszary kredytowania wiązały się z reguły ze wzrostem ryzyka inwestycji, ponieważ banki w szczególności kredytowały inwestycje w nieruchomości, co w praktyce wiązało się ze wzrostem udziału złych kredytów w portfelach banków (np. w Japonii).

²² Szerzej zob. BIS (2001) oraz Onno Ruding (2002).

²³ Kroszner i Strahan (1997) wskazują na redukcję zjawiska asymetrii informacji w wyniku wykorzystania nowych technologii teleinformatycznych i utratę przewagi banków lokalnych w zakresie specjalistycznej wiedzy lokalnej.

²⁴ Warunkiem koniecznym realizowania tej funkcji przez rynki finansowe jest istnienie rozwiniętej infrastruktury instytucjonalnej i prawnej. Zob. szerzej Mishkin (2007).

²⁵ Autorzy wskazują wspomniane już zjawiska redukcji problemu asymetrii informacji oraz obniżenie kosztów transakcyjnych, będące konsekwencją rozwoju technologii teleinformatycznych, jako najważniejsze kanały wpływu technologii na rozwój rynków finansowych.

Kolejnym obszarem funkcjonalnym instytucji finansowych, na którym szczególnie silnie uwidocznia się wpływ technologii teleinformatycznych, jest rozliczanie i dokonywanie płatności. Banki w coraz większym stopniu wykorzystują nowe, bezgotówkowe instrumenty płatnicze oparte na technologiach teleinformatycznych. Działanie takie jest m.in. konsekwencją dążenia do wykorzystania efektów skali i powoduje zarówno wzrost efektywności banków (w związku z obniżeniem kosztów operacyjnych), jak również szybkości realizowania transakcji finansowych²⁶.

Postęp technologiczny spowodował poprawę realizacji licznych funkcji systemu finansowego. Należy jednak podkreślić, że istotne jakościowe zmiany w funkcjonowaniu instytucji i rynków finansowych, które zaszły pod wpływem nowych technologii, mogą mieć również wymiar negatywny. Postęp technologiczny może być zatem pośrednio źródłem niestabilności systemu finansowego. W odniesieniu do funkcji alokacji finansowej zagrożeniem dla prawidłowego funkcjonowania instytucji i rynków finansowych jest wzrost ryzyka finansowania inwestycji związanych z nowymi technologiami teleinformatycznymi. Również możliwość szybkiego, nieobarczonego nadmiernym kosztem inwestowania na rynkach międzynarodowych przez instytucje finansowe może zagrażać realizacji funkcji systemu finansowego. Bezpośrednią konsekwencją tego zjawiska jest gwałtowny wzrost wartości i szybkości międzynarodowych przepływów kapitałowych o charakterze krótkookresowym, a zatem najbardziej ryzykownych (Carter 1989). Ponadto, możliwość szybkiego rozprzestrzeniania się informacji na ogromną skalę znajduje odzwierciedlenie w częstych wahaniami cen aktywów finansowych i kursów walut, które mogą wywołać niestabilność systemu finansowego²⁷. Zagrożeniem dla funkcjonowania instytucji i rynków finansowych jest również wykorzystanie nowych technologii teleinformatycznych, gdyż wiąże się z możliwością wystąpienia nieprawidłowości technicznych (w sferze operacyjnej instytucji finansowych)²⁸.

Podsumowując, wpływ postępu technologicznego na system finansowy należy oceniać jako pozytywny. Porównując szanse, które daje wykorzystanie najnowszych technologii w funkcjonowaniu systemu finansowego, i ewentualne zagrożenia z tym związane, należy zdecydowanie wskazać na korzyści z postępu technologicz-

nego dla rozwoju i funkcjonowania systemu. Co więcej, postęp technologiczny umożliwił inne procesy, w szczególności przyczynił się do coraz większej integracji i globalizacji rynków finansowych.

2.4. Skutki procesów globalizacyjnych dla kształtowania się współczesnego systemu finansowego

Globalizacja jest pojęciem wieloznacznym, opisującym złożone procesy zachodzące we współczesnym świecie, analizowanym wielopłaszczyznowo w odniesieniu do różnych dziedzin życia społecznego i gospodarczego. Co istotne, mimo że globalizacja nie jest zjawiskiem nowym, gdyż była charakterystyczna m.in. dla funkcjonowania systemu waluty złotej (Taylor 2002; Kaliński 2004), dopiero koniec XX w. przyniósł masowe zainteresowanie tym zagadnieniem²⁹. Niemniej jednak powszechne obecnie wykorzystywanie określenia „globalizacja” nie spowodowało przyjęcia jednolitego rozumienia terminologii związanej z tym procesem.

Istnieje wiele definicji globalizacji. 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. Podobnie proces globalizacji definiuje IMF (2000), uznając, że „globalizacja jest historycznym procesem (...) prowadzącym do rosnącej współzależności (integracji) gospodarek krajowych, w szczególności na skutek zwiększającego się handlu międzynarodowego oraz przepływów finansowych”. Z kolei OECD 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 kapitałów oraz technologii” (por. Oręziak 2004, s. 155). W definicji tej zwrócono uwagę na dwie płaszczyzny globalizacji – rzeczową oraz finansową. Podobną typologię globalizacji wprowadzają Shirakawa et al. (1997, s. 3-4), podkreślając jednak wzajemną zależność między globalizacją rynków finansowych oraz globalizacją produktów i usług.

W kontekście proponowanych definicji globalizację finansową można określić jako zagregowane zjawiska odnoszące się do nasilających się globalnych powiązań poprzez międzynarodowe przepływy kapitałowe (Prasad et al. 2003, s. 7). Ujmując zjawisko globalizacji finansowej szerzej, Schinasi (2005, s. 153) wskazuje, że globalizacja obejmuje następujące przeobrażenia systemu finansowego: modernizację finansową (szerzej por. Gre-

²⁶ Problematyka rozwoju bankowości elektronicznej i jej wpływ na strukturę, funkcję i pozycję sektora bankowego w poszczególnych krajach była przedmiotem wcześniejszych badań autorki. Zob. Chojecki, Matysek-Jędrzych (2003a; 2003b; 2003c).

²⁷ Zagrożeniem dla stabilności systemu finansowego są wahania cen aktywów finansowych i kursów walut, które nie znajdują odzwierciedlenia w kształtowaniu się wielkości fundamentalnych danego systemu oraz mają silny i gwałtowny charakter, co wpływa m.in. na błędną alokację zasobów finansowych; por. BIS (1992, s. 198-200).

²⁸ Przykładem takiego zagrożenia był tzw. problem roku 2000; zob. np. Sve-
riges Riksbank (1998).

²⁹ Również finansowy wymiar globalizacji nie jest zjawiskiem nowym. Liczne badania, w których wykorzystuje się różne miary globalizacji finansowej, wskazują, że na przełomie XIX i XX w. występowała równie silna globalizacja finansowa jak współcześnie. Por. Taylor (1996); Bordo et al. (1999); Quinn (2003).

Tabela 3. *Wpływ procesu globalizacji na system finansowy – przegląd wybranych badań*

Autor/ autorzy	Przedmiot badań	Konsekwencje dla systemu	Wnioski
Bartolini, Drazen (1997) Stiglitz (2000) Kose et al. (2006)	Wpływ procesu globalizacji na jakość stanowionej polityki gospodarczej	Wpływ pozytywny	Liberalizacja przepływów kapitałowych i globalizacja dyscyplinują polityków, dzięki czemu poprawia się jakość i skuteczność instrumentów polityki gospodarczej
Shirakawa et al. (1997)	Wpływ procesu globalizacji na funkcjonowanie systemu finansowego	Wpływ pozytywny	Proces globalizacji przyczynia się do poprawy efektywności alokacji zasobów oraz sprzyja lepszemu wygładzaniu konsumpcji w ramach dywersyfikacji ryzyka
Peek, Rosengren (2000) Claessens et al. (2001) Clarke et al. (2003)	Wpływ właściciela zagranicznego na rozwój sektora bankowego	Wpływ pozytywny	W wyniku pojawienia się właściciela zagranicznego poprawiają się jakość usług bankowych i technologia wykorzystywana do świadczenia usług finansowych oraz rośnie konkurencja w sektorze bankowym
Wei (2000a; 2000b) Gelos, Wei (2005)	Wpływ globalizacji na władztwo publiczne	Wpływ pozytywny	Na skutek globalizacji poprawiają się warunki funkcjonowania instytucji i rynków finansowych (otoczenie polityczne i prawne systemu finansowego)
Schmukler et al. (2003)	Wpływ procesu globalizacji na zjawisko niestabilności finansowej	Wpływ negatywny	Globalizacja finansowa przyczynia się do zwiększenia niestabilności systemu finansowego, m.in. w związku z nasileniem niedoskonałości rynku finansowego i zjawiska zarażania
Stulz (2005)	Wpływ globalizacji na rozwój instytucji władztwa korporacyjnego	Wpływ pozytywny	Rozwój instytucji władztwa korporacyjnego wpływa pozytywnie na rozwój rynku finansowego (w szczególności rynku akcji)

Źródło: opracowanie własne.

enspan 1999), internacjonalizację³⁰, sekurytyzację³¹ oraz integracją rynków finansowych (rozumianą jako indywidualne powiązania kraju z międzynarodowym rynkiem kapitałowym).

Jak podkreśla m.in. Sławiński (2006), globalizacja finansowa nie byłaby możliwa, gdyby nie poprzedziły jej liberalizacja przepływów kapitałowych oraz postęp technologiczny. Liberalizacja przepływów kapitałowych umożliwiła zawieranie transakcji na ryn-

kach finansowych w różnych krajach, natomiast postęp technologiczny przyczynił się m.in. do znacznego obniżenia kosztów transakcyjnych na tych rynkach. Z kolei Mundell (2000), analizując genezę współczesnej ery globalizacji, wskazuje dwa zjawiska, które stały się podstawą późniejszych procesów. Są nimi upadek systemu z Bretton Woods oraz szok naftowy z 1973 r. Wydarzenia te sprawiły, że państwa będące w fazie rozwoju, chcąc pozyskać kapitał niezbędny do jego kontynuowania, decydowały się na liberalizację finansową. Liberalizacja dała zaś początek szerszym procesom globalizacyjnym, wspieranym m.in. rozwojem technologicznym.

Prezentowana w literaturze przedmiotu ocena procesu globalizacji finansowej z punktu widzenia struktury oraz funkcji systemu finansowego nie jest jednoznaczna (szerzej zob. Shirakawa et al. 1997; Obstfeld, Taylor 2004; Mishkin 2005). W tabeli 3 zestawiono wnioski sformułowane na podstawie wy-

³⁰ Warto również wprowadzić wyraźne rozróżnienie dwóch pojęć, które często są błędnie stosowane w sposób zamienny, a mianowicie: globalizacja i internacjonalizacja. O ile internacjonalizację należy odnieść do zjawiska wzrostu pewnych, ściśle określonych transakcji zagranicznych (zewnętrznych z punktu widzenia danego kraju), o tyle o globalizacji można mówić dopiero w sytuacji wielopłaszczyznowego zintegrowania gospodarek (w szczególności rynków finansowych) różnych krajów. Por. Shirakawa et al. (1997, s. 2).

³¹ Sekurytyzacja jest metodą pozyskiwania środków finansowych poprzez emisję papierów wartościowych (tzw. *Asset Backed Securities* – ABS) zabezpieczone istniejącymi lub przyszłymi wierzytelnościami, którymi z reguły są wyselekcjonowane i pogrupowane wierzytelności podmiotu inicjującego proces sekurytyzacji. Szerzej zob. np. Węclawski (1994) oraz Dębski (2005, s. 50-56).

branych najnowszych badań tej problematyki, wskazując jednocześnie wielość podejmowanych wątków badawczych.

Zjawisko globalizacji finansowej należy też analizować z punktu widzenia rozwoju banków. Najczęściej wysuwany jest argument o korzystnym wpływie właściciela zagranicznego na rozwój sektora bankowego³². Wpływ ten dokonuje się m.in. poprzez poprawę struktury regulacyjnej i nadzorczej sektora bankowego, poprawę jakości kredytów udzielanych przez banki, wzrost konkurencji w sektorze bankowym, wprowadzenie nowych technologii, instrumentów finansowych oraz poprawę jakości usług bankowych. Podobne znaczenie dla rozwoju banków i ich pozycji na krajowym rynku miały wejście zagranicznych banków i presja konkurencyjna z ich strony. Levine (1996) oraz Caprio i Honohan (1999) zwrócili przede wszystkim uwagę na poprawę efektywności funkcjonowania banków oraz wzrost stabilności sektora bankowego w wyniku wejścia banków zagranicznych na krajowy rynek.

Jednym z „kanałów” oddziaływania globalizacji finansowej na rozwój rynków finansowych (w szczególności rynek akcji) i umocnienie ich pozycji względem pośredników finansowych jest rozwój instytucji władztwa korporacyjnego (Stulz 2005, s. 41-47; Kowalski, Letza 2006). Kraj dążący do pozyskania kapitału zagranicznego poprzez wewnętrzny rynek giełdowy zobowiązany jest zapewnić pełny dostęp do wiarygodnych informacji na temat emitentów oraz odpowiednią ochronę praw indywidualnego inwestora. Badania wskazują bowiem, że ocena skuteczności instytucji władztwa korporacyjnego w danym kraju należy do głównych czynników branych pod uwagę podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych (por. McKinsey Global Institute 2004).

Globalizacja wpłynęła zatem na rozwój istniejących rynków finansowych w poszczególnych systemach finansowych oraz stworzenie warunków niezbędnych do powstawania nowych rynków finansowych. Jakościowo nowym zjawiskiem jest wyróżniająca cecha rynków finansowych, a mianowicie ich płynność. Płynność rynków finansowych wynika ze wzrostu liczby zawieranych transakcji finansowych, ich skali oraz liczby uczestników na poszczególnych rynkach. Przykładem rozwoju nowych rynków finansowych jest powstanie rynku instrumentów pochodnych. Jednocześnie rozwój różnorodnych rynków finansowych wpłynął na zmianę charakteru działalności bankowej, w szczególności przyczynił się do zmniejszenia znaczenia tradycyjnej bankowości depozytywo-kredytowej. Ilustracją tego zjawiska jest udana próba przejścia czynności bankowych przez nowe formy pośrednictwa finansowego, czyli rozwój sekurytyzacji. Szacuje się, że w samej Europie w la-

tach 1996–2005 nastąpił ponadośmiokrotny wzrost wartości transakcji sekurytyzacji³³.

Globalizacja finansowa wpłynęła także na aspekt funkcjonalny systemu finansowego. W szczególności procesy globalizacyjne przyczyniły się do poprawy warunków funkcjonowania instytucji i rynków finansowych, silnie oddziałując na otoczenie systemu finansowego (w szczególności na otoczenie polityczne i prawne). W tym miejscu należy wskazać prowadzone na szeroką skalę badania, w których przeanalizowano wpływ globalizacji finansowej na władztwo publiczne (*public governance*), ujmowane w kategoriach m.in. skali korupcji, biurokracji i przejrzystości polityki gospodarczej państwa (Wei 2000a; 2000b; Gelos, Wei 2005; Kowalski et al. 2007). Z przeprowadzonych badań wynika, że proces globalizacji finansowej silnie pozytywnie oddziałuje na władztwo publiczne, a tym samym na poprawę warunków zewnętrznych wobec systemu finansowego, które jednak determinują funkcjonowanie instytucji i rynków finansowych. Równie szeroko analizowanym zagadnieniem jest korzystny wpływ globalizacji na jakość polityki gospodarczej. W szczególności przyczynia się do tego liberalizacja przepływów kapitałowych, dzięki której bezpośrednim odzwierciedleniem niewłaściwej polityki gospodarczej są zmiana zachowania inwestorów zagranicznych i szybki odpływ kapitału (Kose et al. 2006). Jednocześnie należy podkreślić, że element ten jest zgodnie wskazywany w literaturze przedmiotu – nawet przez przeciwników globalizacji finansowej – jako potencjalna najważniejsza korzyść ze współczesnych przeobrażeń globalizacyjnych i integracyjnych (Bartolini, Drazen 1997; Stiglitz 2000)³⁴.

Bezpośrednią konsekwencją globalizacji finansowej jest gwałtowny wzrost wartości międzynarodowych przepływów finansowych. Przepływy te mają z kolei pozytywny wpływ na dwa aspekty funkcjonalne systemu finansowego. Po pierwsze, zwiększenie mobilności oszczędności zapewnia wzrost efektywności międzyokresowej alokacji zasobów. Po drugie, zwiększony transfer ryzyka umożliwia lepsze wygładzanie konsumpcji poprzez dywersyfikację ryzyka (Shirakawa et al. 1997, s. 1). Z punktu widzenia teorii globalizacja finansowa, związana m.in. z likwidacją barier w międzynarodowym przepływie kapitału, powinna więc korzystnie wpływać zarówno na efektywność, jak i na stabilność funkcjonowania instytucji i rynków finansowych. Warto tu zwrócić uwagę na dwa zjawiska, które są przeszkodą w osiągnięciu zakładanych efektów, a mianowicie: „skłonność krajowych inwestorów

³² Szczegółowe badanie korzyści dla banków z posiadania zagranicznego właściciela wykracza poza ramy niniejszego opracowania. Szerzej zob. Peek, Rosengren (2000, s. 149–152); Claessens et al. (2001); Clarke et al. (2003).

³³ Wartość finansowania za pomocą sekurytyzacji w Europie wzrosła z około 40 mld euro w 1996 r. do ponad 320 mld euro w 2005 r.; zob. European Securitisation Forum (2006).

³⁴ Dyscyplinującą funkcję przepływów kapitałowych analizują również Tytell i Wei (2004). Wskazują oni wyraźnie korzystny wpływ globalizacji finansowej na skuteczność polityki pieniężnej (mierzonej w kategoriach stopy inflacji) i podkreślają brak systematycznych danych empirycznych pozwalających wnioskować o równie korzystnym wpływie globalizacji na jakość polityki fiskalnej.

do inwestowania w krajowe aktywa”³⁵ (*“home bias”*) oraz paradoks Feldsteina-Horioki. Na podstawie przeprowadzonych badań Feldstein i Horioka (1980, s. 314–329) zidentyfikowali występującą tendencję do wewnętrznego absorbowania oszczędności, co również wydaje się sprzeczne z teoretycznymi rozważaniami na temat globalizacji finansowej i jej konsekwencji.

Procesy globalizacji i integracji finansowej niewątpliwie korzystnie wpłynęły na funkcjonowanie instytucji i rynków finansowych. Warto jednak wskazać te następstwa współczesnych procesów globalizacyjnych, które mogą zagrażać realizacji ich funkcji. Elementy te będą jednocześnie potencjalnym źródłem niestabilności systemu finansowego.

Bezpośrednim odzwierciedleniem globalizacji finansowej jest transformacja systemów finansowych. Warto wskazać kilka wybranych cech ukształtowanego systemu. Są nimi (Schinasi 2005, s. 161): wzrost mobilności przepływów kapitałowych, międzynarodowa ekspansja działalności finansowej, większa złożoność instrumentów finansowych, szybsze i bardziej elastyczne dostosowywanie się przepływów funduszy i cen aktywów do zmieniających się warunków rynkowych oraz silna wzajemna zależność instytucji finansowych i rynków finansowych w wymiarze międzynarodowym.

W kontekście opisanych cech systemu finansowego można zidentyfikować trzy najważniejsze źródła niestabilności systemu finansowego, będące konsekwencją globalizacji finansowej (Schmukler et al. 2003):

- nasilenie się niedoskonałości globalnego rynku finansowego,
- wzrost krótkoterminowych i portfelowych przepływów kapitałowych,
- eskalacja zjawiska zarażania między instytucjami finansowymi oraz rynkami finansowymi w wymiarze lokalnym i międzynarodowym.

Nasilenie niedoskonałości globalnego rynku finansowego (wzrost ich skali, zakresu oraz intensywności występowania) jest jedną z najważniejszych przyczyn powstawania nieprawidłowości w funkcjonowaniu instytucji i rynków finansowych. Wypada wskazać kilka rodzajów niedoskonałości: zachowania irracjonalne, zachowania stadne, ataki i bąble spekulacyjne, asymetria informacji (por. Eisenbeis 1987; Gruszczyński 2002; Schmukler et al. 2003).

Przykładem wpływu niedoskonałości rynku finansowego na stabilność systemu finansowego są kryzysy walutowe w latach 90. ubiegłego wieku: np. kryzys Europejskiego Systemu Monetarnego (1992–1993), kryzys meksykański (1994–1995), kryzys w krajach Azji Wschodniej (1997–1998). Na niedoskonałości jako źró-

dło kryzysów walutowych zwraca uwagę m.in. Sławiński (2001, s. 15). Twierdzi on, że wpływ globalizacji na stabilność systemu finansowego odzwierciedla ewolucja teorii wyjaśniających przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych. W przypadku kryzysów pierwszej generacji – omówionych po raz pierwszy przez Krugmana (1979) – nadmierne wydatki rządowe i nierozważna polityka makroekonomiczna jako podstawowe przyczyny ataku spekulacyjnego³⁶. W modelach drugiej generacji (koncepcja Obstfelda 1986) w ataku spekulacyjnym i odpływie kapitału większą rolę odgrywają duzi inwestorzy. Pojawienie się kryzysu walutowego jest zatem możliwe nawet pomimo prowadzenia rozważnej polityki makroekonomicznej. Speculanci starannie wybierają moment ataku spekulacyjnego, oczekując, że władze monetarne nie podejmą się obrony kursu ze względu na zbyt wysokie koszty ponoszone przez gospodarkę³⁷.

Globalizacja systemu finansowego wpłynęła również na charakter przepływów kapitałowych między krajami. Istotnie wzrósł udział ryzykownych, w ocenie kraju przyjmującego, krótkoterminowych inwestycji portfelowych. Inwestycje takie są znacznie bardziej niebezpieczne dla prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego w krajach tworzących gospodarkę rynkową, które charakteryzują się słabiej rozwiniętą infrastrukturą instytucjonalno-prawną oraz mniej stabilną sytuacją gospodarczą (Broner et al. 2004). Jednak ze względu na omówione niedoskonałości rynku finansowego, w szczególności zachowania stadne i ataki spekulacyjne, również systemy finansowe o zdrowych fundamentach instytucjonalno-prawnych mogą być narażone na niestabilność finansową w wyniku nagłego odpływu inwestycji zagranicznych.

Globalizacja finansowa przyczyniła się również do wzrostu zjawiska zarażania (*contagion*) w systemie finansowym³⁸. Zjawisko zarażania nie jest jednolicie definiowane w literaturze. Część badaczy (Frankel, Schmukler 1998) utożsamia zarażanie ze zjawiskiem „rozlewania się kryzysu” (*spillover effect*), inni postulują wyraźne rozgraniczenie obu pojęć (np. Masson 1998)³⁹. Na podstawie przeprowadzonych badań literatury można zidentyfikować trzy podstawowe kanały zarażania (Sell 2001; Kodres, Pritsker 2002; Schmukler et al. 2003): ka-

³⁵ Zakładając, że większa dywersyfikacja portfela inwestycyjnego pozwala na osiągnięcie wyższych zysków, przy tym samym poziomie ryzyka, należałoby oczekiwać wzrostu dywersyfikacji międzynarodowego portfela inwestycyjnego. Badania empiryczne dowodzą natomiast, że istnieje wyraźna „skłonność” inwestorów do inwestowania na krajowym rynku kapitałowym. Zob. French, Poterba (1991, s. 222–226); Lewis (1996); Mann, Meade (2002).

³⁶ Krugman (1979) opisuje następujący mechanizm powstawania kryzysu walutowego: nadmierne wydatki rządowe powodują narastanie deficytu budżetowego i jednoczesny wzrost popytu krajowego oraz importu. Podjęcie decyzji o sfinansowaniu deficytu emisją pieniądza wywołuje inflację, co wpływa na relatywne potanie importu, wywołując deficyt w obrotach handlowych. Szybko obniża się również poziom rezerw dewizowych i następuje atak spekulacyjny.

³⁷ Obstfeld (1986) opiera swą koncepcję na dwóch założeniach: występowanie wielu możliwych stanów równowagi (tj. istnienie wielu różnych kombinacji kursu walutowego i rodzaju stosowanej polityki gospodarczej, które mogą zapewnić równowagę bilansu płatniczego) oraz wystąpienie ataku spekulacyjnego jako samospełniającej się przepowiedni.

³⁸ Przegląd literatury na temat zjawiska zarażania prezentują Dornbusch et al. (2000).

³⁹ Masson (1998) przekonuje o konieczności rozróżnienia pojęć: zarażenie i efekt rozlania. Zarażenie utożsamia wyłącznie z sytuacją zagrożenia kryzysem w jednym kraju na skutek sytuacji kryzysowej w innym kraju, przy jednoczesnym braku makroekonomicznych przesłanek do wystąpienia tego kryzysu. Szerzej na temat zjawiska zarażania zob. Sell (2001).

Tabela 4. Wpływ wybranych czynników na strukturę i funkcje systemu finansowego

Czynnik	Struktura systemu finansowego		Funkcje systemu finansowego	
	rozwój banków	rozwój rynku finansowego	korzyści	zagrożenia
Liberalizacja finansowa	Możliwość ekspansji banków na nowe rynki Poprawa efektywności funkcjonowania banków i wzrost ich potencjału w wyniku konkurencji ze strony banków zagranicznych	Rozwój infrastruktury instytucjonalnej i prawnej sprzyjającej umacnianiu się rynku finansowego (przejrzystość, obowiązek ujawniania informacji, poprawa ochrony praw indywidualnego inwestora) Rozwój form instytucjonalnych sprzyjających rozwojowi rynku finansowego (w szczególności władztwa korporacyjnego)	Poprawa alokacji kapitału (brak barier prawnych) Możliwość nieograniczonej dywersyfikacji ryzyka Wzrost znaczenia jakościowych aspektów funkcjonowania instytucji i rynków finansowych Poprawa warunków instytucjonalno-prawnych, w których funkcjonują instytucje i rynki finansowe	Wzrost poziomu stóp procentowych oraz ich zmienności Niebezpieczeństwo niedopasowania aktywów i pasywów w zakresie waluty Nadmierna akcja kredytowa banków
Postęp w dziedzinie teleinformatyki	Wzrost efektywności działania banków i umocnienie ich pozycji na skutek obniżenia kosztów transakcyjnych	Rozwój głębokich i płynnych rynków finansowych jako bezpośrednia konsekwencja redukcji asymetrii informacji w systemie finansowym Rozwój nowych instytucjonalnych form pośrednictwa finansowego działającego bezpośrednio na rynkach finansowych	Poprawa alokacji kapitału (redukcja zjawiska asymetrii informacji oraz rozwój płynnych rynków finansowych) Obniżenie kosztów transakcyjnych dzięki wykorzystaniu osiągnięć teleinformatycznych	Wzrost ryzyka finansowania inwestycji związanych z nowymi technologiami Błędy technologii informatycznych w procesie świadczenia usług finansowych
Globalizacja finansowa	Wzrost konkurencyjności na rynku finansowym wpłynął na zwiększenie efektywności banków i umocnienie ich pozycji na rynku Rozwój banków w wyniku pojawienia się właścicieli zagranicznych	Rozwój infrastruktury instytucjonalnej i prawnej sprzyjającej umacnianiu się rynku finansowego (przejrzystość, obowiązek ujawniania informacji, poprawa ochrony praw indywidualnego inwestora) Rozwój form instytucjonalnych sprzyjających rozwojowi rynku finansowego (w szczególności władztwa korporacyjnego)	Poprawa warunków makroekonomicznych funkcjonowania instytucji i rynków finansowych oraz wzrost dyscypliny rynkowej Poprawa otoczenia politycznego i prawnego, w którym funkcjonuje system finansowy (oddziaływanie globalizacji na władztwo publiczne)	Negatywny wpływ niedoskonałości międzynarodowego rynku finansowego na funkcjonowanie systemów finansowych Wzrost wartości krótkoterminowych i portfelowych przepływów kapitałowych Nasilenie się zjawiska zarażania między systemami finansowymi

Źródło: opracowanie własne.

nały realne (związane z handlem międzynarodowym oraz bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi, por. Eichengreen et al. 1996), kanały finansowe (związane z zaangażowaniem finansowym inwestorów na rynkach zagranicznych i globalną dywersyfikacją portfela inwestycyjnego) oraz zachowanie stadne (będące skutkiem zjawiska asymetrii informacji).

W kontekście omówionych kanałów rozprzestrzeniania się zjawiska zarażania między systemami finansowymi, nie powinno budzić kontrowersji stwierdzenie, że globalizacja finansowa negatywnie wpływa na stabilność systemu finansowego. Nasiliły się

bowiem zależności w wymiarze realnym oraz finansowym między poszczególnymi krajami, rynkami finansowymi oraz instytucjami finansowymi. Calvo i Mendoza (2000) wskazują również wpływ globalizacji finansowej na trzeci z kanałów zarażania, tj. zachowanie stadne. Ich zdaniem globalizacja znacznie osłabia bodźce do kosztownego gromadzenia informacji o rynku finansowym. Jednocześnie coraz większa grupa inwestorów decyduje się stosować strategię naśladownictwa w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, czego bezpośrednim skutkiem jest nasilenie się zjawiska zachowania stadnego.

Globalizacja niewątpliwie przyczyniła się do rozwoju systemów finansowych oraz poprawy ich funkcjonowania. Negatywne następstwa tego procesu wydają się natomiast wyraźnie ograniczone – ale nie całkowicie wyeliminowane – w wyniku przeprowadzenia licznych reform instytucjonalnych, zarówno w wymiarze krajowym, jak i międzynarodowym (np. na skutek zmiany polityki Międzynarodowego Funduszu Walutowego oraz Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei czy utworzenia CLS Bank – *Continuous Linked Settlement Bank*). Należy zwrócić także uwagę na koncepcję nowej międzynarodowej architektury finansowej (*new international financial architecture*), która powstała w odpowiedzi na nasilające się kryzysy finansowe i współczesne przeobrażenia systemu finansowego (Bilski 1999; Eichengreen 1999; Solarz 2001). W ramach realizacji tej koncepcji zaproponowano i częściowo już przeprowadzono wiele reform mających na celu wzmocnienie budowy systemu finansowego, zmniejszenie prawdopodobieństwa wystąpienia kryzysu finansowego lub minimalizację kosztów tego kryzysu.

2.5. Wpływ liberalizacji, postępu technologicznego i globalizacji na strukturę i funkcje współczesnego systemu finansowego

W tabeli 4 zestawiono wnioski z przeprowadzonych badań literatury i obserwacji wybranych systemów finansowych na temat wpływu współczesnych przeobrażeń systemu finansowego na jego strukturę i funkcje. Omówione procesy starano się analizować odrębnie, uwypuklając te korzyści i zagrożenia dla funkcjonowania systemu finansowego, które w największym stopniu wydają się konsekwencją wybranych przeobrażeń systemu.

Zestawione w tabeli 4 oceny i cechy pozwalają wskazać kilka prawidłowości.

Po pierwsze, liberalizacja, postęp technologiczny i globalizacja finansowa silniej oddziałują, bezpośrednio i pośrednio, na rozwój rynku finansowego niż banków. W kontekście prowadzonych analiz warto zwrócić uwagę na takie same wnioski płynące z badań prowadzonych przez ekspertów MFW (IMF 2006b), którzy podjęli próbę konstruowania indeksu rozwoju systemu finansowego złożonego z trzech indeksów szczegółowych: bankowości tradycyjnej, rynku finansowego i nowych form pośrednictwa finansowego. Obserwowany wzrost wartości indeksu rynku i nowych form pośrednictwa oraz spadek wartości indeksu tradycyjnej bankowości wyraźnie wskazują kierunek ewolucji struktury współczesnego systemu finansowego.

Po drugie, liberalizacja, postęp technologiczny i globalizacja wpływają na funkcjonowanie systemu finansowego zarówno pozytywnie: przyczyniając się do wzrostu efektywności funkcjonowania instytucji i rynków finansowych⁴⁰,

jak i negatywnie – zwiększając prawdopodobieństwo wystąpienia nieprawidłowości w funkcjonowaniu instytucji i rynków finansowych. Negatywny wymiar oddziaływania liberalizacji, postępu i globalizacji utożsamiany jest w artykule z zagrożeniem stabilności systemu finansowego.

3. Konsekwencje przeobrażeń systemu finansowego

3.1. Ilościowy wymiar konsekwencji przeobrażeń współczesnego systemu finansowego

Przeanalizowane w poprzedniej części procesy kształtujące współczesny system finansowy wpłynęły na kształtowanie się swoistych cech systemu finansowego. W wymiarze ilościowym należą do nich w szczególności (Crockett 1997; Vitols 2002):

- dynamiczny rozwój rynków finansowych i pośrednictwa finansowego (w ujęciu krajowym i międzynarodowym),
- gwałtowny wzrost wartości transakcji finansowych oraz wzrost wartości płatności, związany z wyżej wskazanym czynnikiem,
- gwałtowny wzrost międzynarodowej mobilności kapitału, będący konsekwencją rozwoju systemów finansowych w wymiarze międzynarodowym.

Systemy finansowe w krajach wysoko rozwiniętych rozwijały się w minionych trzech dekadach znacznie szybciej niż gospodarki tych państw. W tabeli 5 zestawiono dane dotyczące rozwoju wybranych elementów systemów finansowych krajów wysoko rozwiniętych. Zgodnie z wcześniejszymi rozważaniami na temat modeli systemu finansowego (por. Matysek-Jędrzych 2007b) rozwój systemów badany jest odrębnie dla modelu anglosaskiego i kontynentalnego. Podejście takie pozwala zidentyfikować ważną cechę jakościową współczesnego systemu finansowego, którą jest ewoluowanie systemu finansowego w kierunku systemu opartego na rynku⁴¹.

Analizując dane zawarte w tabeli 5, należy wskazać wyraźne różnice w poszczególnych miarach rozwoju systemu finansowego na początku lat 80. Wartość kredytów bankowych w stosunku do PKB była w systemach kontynentalnych niemal dwukrotnie większa niż w systemach anglosaskich. Sektor bankowy był wyraźnie silniej rozwinięty w krajach Europy kontynentalnej również z punktu widzenia depozytów bankowych sektora prywatnego (o niemal 60%). Praktyka funkcjonowania systemu finansowego potwierdza również kolejną modelową cechę systemu anglosaskiego, a mianowicie znaczenie rynku kapitałowego w systemie finansowym. Systemy finansowe Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii miały średnio ponad pięciokrotnie lepiej rozwinięty rynek kapitałowy i jego

⁴⁰ Efektywność systemu finansowego definiowana jest w opracowaniu szeroko, jako zdolność instytucji i rynków finansowych do wypełniania funkcji systemu finansowego.

⁴¹ Zjawisko ewolucji systemu finansowego w kierunku systemu opartego na rynku jest w tym miejscu tylko sygnalizowane. Będzie ono przedmiotem rozważań w dalszej części artykułu.

Tabela 5. Wybrane sektorowe wskaźniki rozwoju systemu finansowego w anglosaskim i kontynentalnym systemie finansowym dla 1980 i 2000 r.

	Kredyty dla sektora prywatnego ¹		Depozyty sektora prywatnego ²		Kapitalizacja giełdy ³		Emisja papierów (oferta publiczna) ⁴	
	1980	2000	1980	2000	1980	2000	1980	2000
System kontynentalny*	0,601	0,937	0,647	0,930	0,078	1,046	0,020	0,322
System anglosaski**	0,315	0,907	0,410	0,724	0,420	1,694	0,040	0,178

* Średnia wartość dla krajów Europy kontynentalnej (Austria, Belgia, Dania, Finlandia, Francja, Grecja, Hiszpania, Holandia, Irlandia, Luksemburg, Niemcy, Portugalia, Szwecja).

** Średnia wartość dla systemów Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii.

¹ Relacja kredytów udzielonych sektorowi prywatnemu przez banki depozytowe do PKB.

² Relacja depozytów sektora prywatnego w bankach komercyjnych i oszczędnościowych do PKB.

³ Relacja zagregowanej rynkowej wartości kapitału spółek krajowych do PKB.

⁴ Relacja wielkości funduszy pozyskanych w drodze oferty publicznej do nakładów na środki trwałe brutto.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Rajan, Zingales (2003, s. 126 i 128).

podstawową formę instytucjonalną, którą jest giełda papierów wartościowych. Również wartość funduszy pozyskanych w drodze emisji była w krajach anglosaskich dwukrotnie większa niż w krajach Europy kontynentalnej.

Dane obrazujące kształtowanie się elementów systemu finansowego w 2000 r. wskazują dwie podstawowe tendencje rozwojowe systemu. Po pierwsze, wyraźnie zacierają się różnice strukturalne między obydwooma modelami⁴². Wartości wskaźników prezentujących rozwój banków oraz rynku finansowego były w 2000 r. o wiele bardziej zbliżone niż w 1980 r. Po drugie, w obu systemach nastąpił dynamiczny rozwój rynku kapitałowego. Zaobserwowano ponadczterokrotny wzrost wskaźnika kapitalizacji giełdy do PKB w systemach anglosaskich i ponaddziesięciokrotny wzrost tego wskaźnika w krajach Europy kontynentalnej. Należy również zwrócić uwagę na wzrost wartości emisji papierów w krajach Europy kontynentalnej w 2000 r., który jest kon-

sekwencją m.in. wprowadzenia wspólnej waluty euro i wystąpienia zjawiska boomu na rynku dłużnych papierów wartościowych denominowanych w euro (Galati, Tsatsaronis 2001; Peree, Steinherr 2001) oraz powstania nowych rynków kapitałowych w tych krajach (np. Neer Markt w Niemczech).

Prezentowane wskaźniki nie pozwalają wprawdzie wnioskować o całkowitej konwergencji systemów anglosaskiego i kontynentalnego w odniesieniu do rozwoju rynku kapitałowego, jednak należy podkreślić wyraźne zmniejszenie tej luki. O ile na początku lat 80. kapitalizacja giełdy w systemie anglosaskim była średnio pięciokrotnie wyższa niż w systemie kontynentalnym, o tyle w 2000 r. różnice rozwoju szacuje się na około 60%.

Międzynarodowy charakter rozwoju systemów finansowych można zaobserwować, analizując dotyczące wartości kapitału pozyskanego w ramach międzynarodowej emisji akcji oraz wartości międzynarodowego długu w poszczególnych systemach finansowych (zob. tabele 6 i 7).

Tabela 6. Wartość międzynarodowych emisji akcji krajów należących do G-10 (w mln USD)

Państwo	1990	1995	2000	2004
Belgia	0,0	169,1	3 727,3	4 633,7
Francja	896,2	2 492,6	14 200,1	24 104,4
Holandia	667,2	4 876,8	22 248,4	3 394,9
Japonia	872,4	153,9	9 375,0	7 169,5
Kanada	83,5	1 761,6	5 286,1	10 783,9
Niemcy	251,1	4 023,1	23 090,1	18 657,8
Stany Zjednoczone	1 698,8	8 110,1	19 554,5	409,9
Szwajcaria	148,3	817,2	6 935,1	3 887,9
Szwecja	308,5	1 120,8	6 057,9	4 466,6
Wielka Brytania	2 904,2	4 735,2	18 041,1	16 137,6
Włochy	132,3	3 328,9	3 883,6	11 843,7
Ogółem	7 962,5	23 479,2	105 909	105 489

Źródło: opracowanie własne na podstawie Schinasi (2005, s. 156).

Tabela 7. Wartość bieżącego długu międzynarodowego w formie papierów wartościowych według narodowości emitenta w krajach G-10 (w mld USD)

Państwo	1993	1995	2000	2004
Belgia	51,1	81,1	131,1	302,5
Francja	131,1	167,2	315,9	926,0
Holandia	55,1	100,8	295,0	685,4
Japonia	335,2	344,1	285,0	298,3
Kanada	145,5	172,5	202,4	297,4
Niemcy	121,3	262,4	898,2	2 338,5
Stany Zjednoczone	174,1	261,3	1 748,6	3 358,8
Szwajcaria	19,8	34,3	101,5	260,9
Szwecja	77,1	106,8	106,9	181,5
Wielka Brytania	185,8	229,3	588,4	1 446,3
Włochy	66,3	88,1	209,5	683,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie Schinasi (2005, s. 158).

Analizując kształtowanie się obu zmiennych w krajach należących do grupy G-10 w latach 1990–2004, należy zauważyć dynamiczny wzrost wartości międzynarodowych emisji akcji we wszystkich krajach z wyjątkiem Stanów Zjednoczonych. Jednakże Stany Zjednoczone i Wielka Brytania już w 1990 r. kilkakrotnie przewyższały pozostałe kraje. Najsilniejszy wzrost można zaobserwować w Kanadzie (ponad dwunastokrotnie), we Włoszech (ponad ośmiokrotnie) i w Niemczech (ponad siedmiokrotnie). Również wartość międzynarodowego długu w omawianych systemach finansowych gwałtownie wzrosła (por. tabela 7), szczególnie zaś w Niemczech, Stanach Zjednoczonych, Holandii i Szwajcarii oraz we Włoszech, gdzie wzrost wartości międzynarodowego długu był ponaddziesięciokrotny. Prezentowane dane wskazują zatem na faktyczną integrację narodowych rynków finansowych w jeden globalny rynek, na którym nie istnieją bariery geograficzne.

Procesy kształtujące współczesny system finansowy znalazły odzwierciedlenie również we wzroście wartości przepływów kapitałowych w ujęciu krajowym oraz międzynarodowym. Wzrost ten jest bardzo dynamiczny, a skalę zjawiska obrazują następujące dane (BIS 1985; 2007; McKinsey Global Institute 2005; Ledrut 2007):

- średnia wartość płatności bezgotówkowych w systemach płatniczych państw należących do grupy G-10 wzrosła w latach 1978–2005 ponadtrzykrotnie, w tym samym czasie liczba transakcji wzrosła trzykrotnie (Ledrut 2007, s. 43);

- szacuje się, że dobowe obroty walutowe na początku lat osiemdziesiątych sięgały 82,5 mld USD, w połowie lat dziewięćdziesiątych około 1,2 bln USD, a w 2004 r. osiągnęły 1,8 bln USD;

- w latach 1989–2002 nastąpił niemal dziesięciokrotny wzrost przepływów międzynarodowych w ujęciu globalnym, średnio o 18% w skali roku;

- międzynarodowy wzrost przepływów kapitałowych wynika m.in. z możliwości dokonywania inwestycji zagranicznych będącej skutkiem liberalizacji (przykładowo w 2002 r. udział inwestorów zagranicznych w amerykańskim rynku był następujący: 12% akcji, 25% obligacji przedsiębiorstw oraz 44% skarbowych papierów wartościowych; w 1975 r. wartości te wynosiły odpowiednio 4%, 1% oraz 20%).

Dynamiczny wzrost wartości międzynarodowych przepływów kapitałowych może mieć poważne negatywne następstwa dla funkcjonowania krajowych systemów finansowych. Dzieje się tak w sytuacji, gdy przepływy mają charakter krótkoterminowy. Ponadto warto podkreślić, że zdecydowaną większość płatności realizowanych w systemach płatniczych państw grupy G-10 stanowią płatności wysokokwotowe. Są one niezwykle ważne z punktu widzenia ewentualnej niestabilności systemu finansowego. Nieprawidłowości w realizowaniu płatności wysokokwotowych narażają uczestników na potencjalnie duże straty (w odniesieniu do płynności i wartości kapitału danej instytucji), które – ze względu na rozmiary – mogą być zagrożeniem o charakterze systemowym.

Rozwój systemów finansowych przyczynił się zatem do wzrostu efektywności ich funkcjonowania. Jednocześnie należy podkreślić, że bezpośrednią konsekwencją ilościowych przeobrażeń systemu jest większe prawdopodobieństwo wystąpienia negatywnych skutków nieprawidłowości w funkcjonowaniu instytucji i rynków finansowych. Można bowiem zakładać, że w sytuacji silnie rozwiniętego systemu finansowego jakiegokolwiek dłużej utrzymujące się zakłócenia w funkcjonowaniu jego poszczególnych elementów będą miały znacznie bardziej negatywne i trwalsze skutki dla funkcjonowania tego systemu, a także dla całej gospodarki (Crockett, Cohen 2001, s. 131). Może to być konsekwencją nienadążania regulacji finansowych i ich jakości za

ilościowymi zmianami w systemie finansowym. Wspomniana koncepcja „nowej międzynarodowej architektury finansowej” jest przykładem działań podejmowanych na arenie międzynarodowej w celu dostosowania środowiska regulacyjno-prawnego do stopnia rozwoju systemu finansowego.

3.2. Jakościowy wymiar konsekwencji przeobrażeń systemu finansowego

Współczesne przeobrażenia systemu finansowego wpłynęły również na kształtowanie się jakościowych cech systemu. Przeprowadzone studia literatury pozwalają wskazać najważniejsze z nich, a mianowicie (Trichet 2000; Rajan, Zingales 2003; Schinasi 2005):

- wzrost presji konkurencyjnej na rynku finansowym,
- ewoluowanie systemu w kierunku systemu opartego na rynku finansowym,
- powszechne wykorzystanie innowacji finansowych,
- wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych,
- wzrost zagrożenia stabilności systemu finansowego.

Akceptacja zasad wolnego rynku i wprowadzenie ich do funkcjonowania systemu finansowego doprowadziły m.in. do wzrostu konkurencji pomiędzy poszczególnymi instytucjami finansowymi. Czynnikiem dodatkowo potęgującym to zjawisko jest wykorzystanie technologii teleinformatycznych przez instytucje finansowe. Trichet (2000), badając współczesne tendencje w systemach finansowych, analizuje je właśnie z punktu widzenia zmian konkurencji. Wskazuje cztery tendencje zmian jakościowych środowiska finansowego (Trichet 2000, s. 1–2), które jego zdaniem będą kształtowały system finansowy i które powinny być przedmiotem zainteresowania polityków gospodarczych, w szczególności bankierów centralnych:

- nasilenie konkurencji między instytucjami finansowymi (w wyniku deregulacji instytucje finansowe, które mogły korzystać z „parasola ochronnego” regulacji muszą konkurować z krajowymi i zagranicznymi instytucjami finansowymi),
- silna konkurencja na rynkach finansowych (wzmocniona w wyniku rozwoju technologii teleinformatycznych, umożliwiających dokonywanie transakcji finansowych bez względu na miejsce i czas),
- konieczność zwiększenia przejrzystości i efektywności funkcjonowania instytucji finansowych,
- transformacja tradycyjnej bankowości poprzez konsolidację w sektorze bankowym, tworzenie konglomeratów finansowych oraz wprowadzenie rozwiązań innowacyjnych⁴³.

Wzrost konkurencji ma zatem bezpośrednie konsekwencje dla kształtowania się struktury i funkcji systemu finansowego. Z jednej strony presja konkurencyjna

wymusza przeobrażenia tradycyjnej struktury sektora bankowego oraz wzrost efektywności funkcjonowania. Z drugiej strony banki i inni pośrednicy finansowi mogą angażować się w coraz bardziej ryzykowne inwestycje. Z tego względu, mimo że konkurencja uznawana jest za stan pożądany, wskazuje się również niebezpieczeństwo większej skłonności instytucji i rynków finansowych do niestabilności.

Ważnym jakościowym przeobrażeniem jest stopniowe ewoluowanie struktur systemu finansowego w stronę systemu opartego na mechanizmach rynku. Prowadzone na szeroką skalę badania wskazują na rosnący udział bezpośrednich, rynkowych form finansowania (przede wszystkim rynku kapitałowego) czy stopniowo malejący udział sektora bankowego w systemie finansowym (ECB 2002; Rajan, Zingales 2003; Osiński et al. 2004). Allen (1999) podaje kilka przykładów przeobrażeń systemów finansowych w kierunku systemu opartego na rynku. We Francji celowo zdecydowano się na zwiększanie znaczenia rynku kapitałowego w połowie lat 80. W Japonii podjęto wiele działań w ramach reformy systemu finansowego, zmierzającej do poprawienia efektywności jego funkcjonowania oraz umożliwienia konkurowania rynkowi kapitałowemu z rynkami nowojorskim i londyńskim⁴⁴. Również wyniki badań prowadzonych przez Demirgüç-Kunt i Levine (1999, s. 5) oraz IMF (2006b) potwierdzają tendencję do zwiększania udziału rynku finansowego w systemie finansowym wraz z rozwojem gospodarki danego kraju. Podobnych wniosków dostarcza badanie rozwoju systemu finansowego, w którym Rybczyński (1994) wskazuje trzy etapy tego rozwoju: kapitalizm właścicielski, kapitalizm menedżerski, kapitalizm instytucjonalny (zob. tabela 8).

Analizując rozwój systemu finansowego, T. Rybczyński odmiennie ujmuje problematykę systemu finansowego, a mianowicie jako główny warunek rozwoju gospodarki rynkowej. Zwrócenie uwagi zarówno na efektywność, jak i na właściwą strukturę systemu finansowego pozwoliło wyodrębnić trzy fazy rozwoju systemu finansowego (por. tabela 8). Na podstawie przeprowadzonych badań Rybczyński (1994) wskazał niejako naturalną ewolucję systemu finansowego w kierunku systemu opartego na rynku finansowym.

Kolejnym elementem charakterystycznym dla współczesnego systemu finansowego są wspomniane już liczne innowacje finansowe (por. podrozdział 2.3). Problematyka innowacji finansowych jest często omawiana. W szczególności skupiono się na wskazaniu wielu korzyści i zagrożeń ze strony innowacji finansowych (Mayer 1986; Merton 1990). Coraz częściej jednak podnoszony jest zarzut, że rozpoznanie to polega na stylizacji faktów i nie ma postaci wniosków z empirycznych analiz (Frame, White 2004).

⁴³ Dodatkowym bodźcem do transformacji sektora bankowego w systemach bankowych krajów należących do strefy euro było wprowadzenie wspólnej waluty. Zob. szerzej Galati, Tsatsaronis (2001); Dermine (2003, s. 31–85).

⁴⁴ Wprowadzając reformy, kierowano się trzema zasadami: rynek wolny (liberalizacja rynku finansowego), rynek wiarygodny (zwiększenie przejrzystości regul i poprawa ochrony inwestora indywidualnego) oraz rynek globalny (ustanowienie systemu prawnego, zasad rachunkowości oraz zasad nadzorczych, które będą spójne z tendencjami globalizacyjnymi). Szerzej zob. Ministry of Finance Japan (bdw); Hall (2003, s. 178 i nast.).

Tabela 8. *Ewolucja systemu finansowego w ujęciu T. Rybczyńskiego*

Wyszczególnienie	Faza rozwoju systemu finansowego		
	kapitalizm właścicielski	kapitalizm menedżerski	kapitalizm instytucjonalny
Podstawa instytucjonalna systemu finansowego	Banki depozytowe	Rynek kapitałowy Banki inwestycyjne Niebankowe instytucje finansowe	Rynek finansowy Fundusze inwestycyjne, emerytalne i ubezpieczeniowe
Źródło finansowania rozwoju przedsiębiorstw	Źródła wewnętrzne (zyski)	Model anglosaski – rynki kapitałowe i źródła wewnętrzne Model niemiecko-japoński – banki (silnie powiązane z przedsiębiorstwami w grupy finansowo-przemysłowe, np. w Japonii „keiretsu” lub system banku głównego w Niemczech)	Rynek kapitałowy (małe znaczenie banków depozytowych)
Wykorzystywany mechanizm władztwa korporacyjnego	Brak konfliktu między właścicielem a menedżerem; monitoring występuje w znacznym ograniczonym zakresie (ze strony kredytobiorcy)	Model anglosaski – rynki kapitałowe poprzez kształtowanie cen akcji przedsiębiorstw, w dalszej fazie rozwoju funkcję tę spełnia mechanizm wrogich przejęć Model niemiecko-japoński – funkcję dyscyplinującą pełnią wewnętrzne grupy finansowo-przemysłowe poprzez zmianę zarządu i strategii pod wpływem członka grupy (Japonia) lub w wyniku posiadania przez bank prawa głosu w przedsiębiorstwie (Niemcy)	Funkcję monitorującą i dyscyplinującą pełnią rynki finansowe (kapitałowe, kredytowe i pieniężne)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Rybczyński (1994, s. 42–43).

W literaturze pojęcie innowacji finansowych definiowane jest niejednolicie. Autorzy wskazują bowiem na odmienne obszary powstawania innowacji finansowych (Moles, Terry 1999, s. 220; Frame, White 2004, s. 118). Innowacje w zakresie finansów można definiować jako określonego rodzaju nowość, która pozwala na redukcję kosztów, redukcję ryzyka lub na udoskonalenie usługi finansowej bądź metody jej świadczenia zwiększające satysfakcję klientów (Frame, White 2004). Elementem definicji, który nie budzi większych wątpliwości, jest geneza innowacji finansowych. Badacze zgodnie wskazują na mikroekonomiczne podłoże powstawania innowacji, tj. dążenie do realizacji potrzeb klientów i zwiększenie ekonomicznej efektywności funkcjonowania instytucji finansowej⁴⁵.

Nie ulega zatem wątpliwości, że innowacje finansowe, z racji swej mikroekonomicznej natury, powinny znaleźć odzwierciedlenie przede wszystkim w poprawie funkcjonowania instytucji i rynków finansowych. Mogą być jednak ważną przyczyną wzrostu zagrożenia niestabilności systemu finansowego. Wykorzystanie innowacji finansowych spowodowało wykształcenie się swoistych cech systemu finansowego, które mogą być przyczyną wzrostu niestabilności systemu. Wśród cech tych należy wymienić (Noyer 2007): większą złożoność instrumentów finansowych, pojawienie się nowych, niepodlegających regulacjom instytucji finansowych (np. fundusze arbitrażowe), wzrost powiązań między rynkami finansowymi oraz wzrost ryzyka zarażenia kryzysem finansowym.

Dla kształtowania się współczesnego systemu finansowego ważną konsekwencją przeobrażeń systemu są dynamiczny rozwój i wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych⁴⁶. Na podstawie przeprowadzonych badań rozwoju inwestorów instytucjonalnych w krajach należących do G-10 w latach 1980–2001 (por. tabela 9) można wskazać kilka prawidłowości. Po pierwsze, nastąpił gwałtowny i silny wzrost wartości aktywów finansowych inwestorów instytucjonalnych; średnia wartość tych aktywów w latach 1980–2001 wzrosła ponaddwudziestokrotnie. Po drugie, nastąpiło zróżnicowanie rozwoju zarówno pod względem rodzajowym (najbardziej rozwinęły się instytucje inwestycyjne), jak i w podziale na poszczególne kraje (najsłabszy rozwój inwestorów instytucjonalnych wystąpił w Japonii). Po trzecie, wartość aktywów finansowych w analizowanych krajach znacznie przewyższa PKB (w Japonii, Niemczech i Włoszech jest niemal równa PKB), co dodatkowo podkreśla znaczenie inwestorów instytucjonalnych dla całej gospodarki⁴⁷.

Wpływ wzrostu znaczenia inwestorów instytucjonalnych na system finansowy jest wielostronny. Coraz częściej podnoszony jest argument o wyraźnie pozytywnym oddziaływaniu inwestorów instytucjonalnych, np. poprzez generowanie płynności, która stymuluje rozwój rynku kapitałowego, publiczne ujawnianie informacji,

⁴⁵ Należy również dodać, że innowacje finansowe odgrywają dużą rolę w sferze makroekonomicznej. Innowacje stanowią bowiem o poprawie funkcjonowania systemu finansowego, a zatem pośrednio znajdują odzwierciedlenie również we wzroście gospodarczym. Por. Frame, White (1999, s. 118).

⁴⁶ Pojęcie inwestora instytucjonalnego utożsamiane jest w opracowaniu z wyspecjalizowaną instytucją finansową, która zarządza oszczędnościami indywidualnych inwestorów, łącząc je w jedną pulę, kierując się określonymi zasadami co do poziomu akceptowanego ryzyka, maksymalizacji zwrotu z inwestycji i długości trwania inwestycji. Por. Davis (1996, s. 64).

⁴⁷ Tendencje w zakresie rozwoju inwestorów instytucjonalnych i zróżnicowanie w poszczególnych krajach badali m.in. Davis i Steil (2001). Autorzy wykorzystali w tym celu analizę popytu i podaży różnych czynników, które przyczyniły się do wzrostu atrakcyjności inwestorów instytucjonalnych z punktu widzenia gospodarstw domowych.

Tabela 9. Wartość aktywów finansowych inwestorów instytucjonalnych w krajach grupy G-10 (w mld USD)

	1980	1985	1990	1995	2000	2001
INSTYTUCJE UBEZPIECZENIOWE						
Belgia	..	20,2	55,5	81,8	98,4	102,1
Francja	55,1	81,6	262,6	655,6	912,9	890,4
Holandia	..	46,2	116,5	215,9	245,5	233,6
Japonia	..	..	1 551,3	2 707,1	2 695,8	2 321,4
Kanada	45,9	67,8	137,7	163,0	204,4	199,4
Niemcy	114,8	155,9	400,3	678,8	728,7	753,4
Stany Zjednoczone	..	1 094,7	1 884,9	2 803,9	4 001,8	4 087,6
Szwajcaria	..	..	115,5	193,4	206,6	215,5
Szwecja	..	..	79,5	120,8	181,6	161,2
Wielka Brytania	122,9	190,5	454,4	817,1	1 459,7	1 394,8
Włochy	..	..	66,2	120,3	225,8	239,2
FUNDUSZE EMERYTALNE						
Belgia	..	2,3	3,9	10,1	13,5	12,5
Francja	..	..	..	..	..	..
Holandia	..	104,7	229,7	352,1	426,0	397,5
Japonia	..	..	407,9	735,1	825,8	710,7
Kanada	42,5	77,4	169,8	229,8	342,6	330,9
Niemcy	15,1	22,4	51,5	65,3	62,2	60,5
Szwajcaria	..	..	137,7	..	260,6	280,8
Szwecja	..	..	3,8	5,6	7,0	7,9
Stany Zjednoczone	..	1 626,6	2 435,1	4 226,7	6 805,0	6 351,3
Wielka Brytania	115,6	224,6	536,6	759,7	1 116,3	954,0
Włochy	..	..	38,5	39,0	48,8	47,3
INSTYTUCJE INWESTYCYJNE						
Belgia	..	2,8	25,9	63,6	125,4	123,2
Francja	17,0	90,2	393,1	574,3	824,2	811,0
Holandia	..	11,8	32,1	62,9	94,9	85,7
Japonia	..	..	348,0	425,6	501,7	366,1
Kanada	3,8	8,7	30,4	107,0	260,6	264,0
Niemcy	21,6	39,2	147,2	369,1	716,0	664,5
Stany Zjednoczone	..	496,6	1 154,6	2 725,8	6 447,8	6 596,6
Szwajcaria	..	7,7	18,6	44,4	83,9	79,2
Szwecja	..	..	38,7	51,3	116,1	97,1
Wielka Brytania	33,1	55,6	125,8	238,1	442,0	394,5
Włochy	..	..	41,9	80,0	420,8	358,9
INNE FORMY INWESTORÓW INSTYTUCJONALNYCH						
Belgia	..	..	2,1	5,2	7,1	6,6
Holandia	..	..	..	10,2	5,8	5,5
Japonia	..	..	401,2	429,4	344,2	246,6
Stany Zjednoczone	..	707,1	1 097,6	1480,6	2267,9	2222,2
Szwecja	37,1	34,7	74,7	87,3	82,3	59,2
Włochy	..	..	..	121,4	364,9	362,2
INWESTORZY INSTYTUCJONALNI (ŁĄCZNIE)						
Belgia	..	25,4	87,3	160,6	244,4	244,3
Francja	72,1	171,8	655,6	1 229,9	1 737,1	1 701,3
Holandia	..	162,6	378,3	641,2	772,3	772,2
Japonia	..	..	2 708,4	4 297,2	4 367,5	3 644,8
Kanada	92,2	154,0	337,9	499,8	807,5	794
Niemcy	151,5	217,5	599,0	1 113,2	1 506,9	1 478,4
Stany Zjednoczone	..	3 925,0	6 572,2	11 237,0	19 522,5	19 257,7
Szwajcaria	..	7,7	271,7	237,8	551,2	575,5
Szwecja	37,1	34,7	196,8	264,9	386,9	325,4
Wielka Brytania	271,6	470,8	1 116,8	1 814,9	3 017,9	2 743,3
Włochy	..	..	146,6	360,7	1 060,2	1 007,5
AKTYWA INWESTORÓW INSTYTUCJONALNYCH ŁĄCZNIE (jako % PKB)						
Belgia	..	26,0	41,1	57,9	106,1	109,0
Francja	11,3	27,2	50,8	77,7	131,8	131,8
Holandia	..	102,4	119,3	154,5	206,2	190,9
Japonia	..	..	82,3	88,6	97,7	94,7
Kanada	34,9	44,3	57,7	84,2	113,7	115,8
Niemcy	17,5	25,4	32,8	45,3	79,8	81,0
Stany Zjednoczone	..	93,2	113,2	151,8	198,7	191,0
Szwajcaria	..	6,8	110,9	75,3	222,4	232,7
Szwecja	29,5	29,5	79,6	99,5	167,9	153,5
Wielka Brytania	49,4	91,7	103,9	162,8	212,8	190,9
Włochy	..	..	12,5	32,0	97,8	94,0

.. – brak danych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych OECD (2003).

wprowadzania standardów rachunkowości opartych na informacji rynkowej oraz wzmacnianie instytucji władztwa korporacyjnego (Davis 2003). Należy również wskazać zagrożenia wiążące się z rozwojem tego segmentu rynku finansowego. W szczególności są nimi: nadmierny wzrost zmienności cen na rynku kapitałowym w wyniku racjonalnego zachowania stadnego inwestorów instytucjonalnych⁴⁸ oraz zagrożenie płynności na rynku finansowym (w szczególności na rynku dłużnych papierów wartościowych) na skutek równoczesnej sprzedaży aktywów przez inwestorów instytucjonalnych.

3.3. Przeobrażenia systemu finansowego jako źródło jego niestabilności

Przeprowadzone badanie współczesnych przeobrażeń systemu finansowego i ich ilościowych i jakościowych konsekwencji pozwala pośrednio wskazać liczne i złożone zagrożenia dla realizacji funkcji systemu finansowego. Odwołując się do funkcjonalnej definicji stabilności finansowej (Ferguson 2003; Padoa-Schioppa 2003; Schinasi 2005) można uznać, że zidentyfikowane elementy są potencjalnym źródłem niestabilności systemu finansowego.

Dążąc do systematyzacji źródeł niestabilności systemu finansowego, warto ująć je jako rosnące ryzyko w pewnych, ściśle określonych dziedzinach funkcjonowania systemu finansowego. Podejście takie prezentują w swojej pracy m.in. Houben et al. (2000). Autorzy podzielili źródła ryzyka na dwie grupy: bezpośrednio związane z funkcjonowaniem systemu finansowego (źródła endogeniczne) oraz należące do sfery realnej gospodarki, co do których istnieje obawa, że nastąpi ich transmisja do systemu finansowego. Do źródeł endogenicznych autorzy zaliczyli instytucjonalne źródła ryzyka (ryzyko finansowe, operacyjne, prawne, wynikające z przyjętej strategii biznesu oraz ryzyko nadmiernej koncentracji działalności i ryzyko adekwatności kapitałowej), rynkowe źródła ryzyka (ryzyko kontrahenta, błędnej wyceny aktywów, runu na rynek i zarażenia) oraz infrastrukturalne źródła ryzyka (efekt domina, utrata zaufania do systemu, słabości infrastrukturalne). Wśród egzogenicznych źródeł ryzyka Houben et al. (2000) wyróżnili zaburzenia makroekonomiczne (ryzyko środowiska gospodarczego i nierównowagi politycznej) oraz ryzyko zdarzeń (kataklizmy naturalne, polityczne źródła ryzyka, upadek dużych przedsiębiorstw).

Wyróżnienie dwóch odrębnych grup źródeł ryzyka jest zasadne z punktu widzenia skutków działań stabilizujących system finansowy. O ile pierwsza grupa (zmienne endogeniczne) może być przedmiotem działań podejmowanych przez instytucje dbające o stabilność fi-

nansową; poprzez nadzór, dostosowanie regulacji i odpowiednią politykę zarządzania kryzysem, o tyle druga grupa (zmienne egzogeniczne) jest poza zasięgiem ich działania. Prawdopodobieństwo wystąpienia zaburzeń o charakterze makroekonomicznym może być wprawdzie minimalizowane poprzez działania podejmowane w ramach polityki makroekonomicznej, należy jednak zwrócić uwagę na brak możliwości elastycznego kształtowania tej polityki i niemożność osiągnięcia zakładanych rezultatów w krótkim okresie.

Wprowadzona systematyzacja przyczyn niestabilności systemu finansowego pozwala analizować omówione konsekwencje współczesnych przeobrażeń systemu finansowego jako determinanty kształtowania się ryzyka w poszczególnych elementach systemu finansowego. Każde z tych przekształceń systemu finansowego można bowiem odnieść do wzrostu ryzyka w wybranej dziedzinie funkcjonowania systemu finansowego.

4. Uwagi końcowe

Współczesne przeobrażenia systemu finansowego są zagadnieniem złożonym i wieloaspektowym. Zaproponowane w opracowaniu podejście, w którym wyodrębniono poszczególne elementy przekształceń systemu, pozwoliło na wskazanie konsekwencji poszczególnych procesów dla kształtowania się struktury i funkcji tego systemu. Podsumowując, należy podkreślić kilka zasadniczych elementów charakterystycznych dla współczesnego systemu finansowego. Po pierwsze, systemy finansowe w krajach wysoko rozwiniętych mają coraz większe, wręcz podstawowe znaczenie dla gospodarek tych państw. Po drugie, funkcjonowanie systemów, które ukształtowały się pod wpływem omówionych czynników, cechuje się wysoką efektywnością, ale jednocześnie narażone jest na wiele zagrożeń, które można utożsamiać ze zjawiskiem niestabilności systemu finansowego. Niezbędnym warunkiem prawidłowego funkcjonowania systemów finansowych, a ujmując szerzej również gospodarek krajów wysoko rozwiniętych, jest zatem stabilizowanie systemu finansowego.

Analiza i ocena współczesnych przeobrażeń systemu finansowego i ich skutków dla kształtowania struktury oraz funkcji systemu pozwoliła również na wyodrębnienie specyficznych cech systemu:

- w sferze instytucjonalnej: duże zróżnicowanie form organizacyjnych instytucji finansowych, spadek znaczenia tradycyjnej bankowości depozytywo-kredytowej, duża konkurencja pomiędzy instytucjami finansowymi, wzrost wzajemnych powiązań między instytucjami finansowymi, silna integracja z globalnym rynkiem finansowym, wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych,

⁴⁸ Racjonalne zachowanie stadne ma miejsce w sytuacji, gdy duża grupa inwestorów instytucjonalnych kupuje lub sprzedaje aktywa w tym samym czasie. Zachowania te dzielimy na: wywołane informacją, reputacją oraz dążeniem do uzyskania rekompensaty. Por. Devenow, Welch (1998); Bikchandani, Sharma (2000); Gabaix et al. (2005).

– w sferze funkcjonalnej: funkcjonalna komplementarność instytucji i rynków finansowych, wyraźny wzrost efektywności systemu finansowego, szybki rozwój systemów finansowych w porównaniu z gospodarką realną, wzrost znaczenia jakościowych aspektów funkcjonowania instytucji i rynków finansowych, powszechne wykorzystywanie innowacyjnych rozwiązań teleinformatycznych, duże prawdopodobieństwo wystąpienia nieprawidłowości w funkcjonowaniu instytucji i rynków finansowych oraz łatwość rozprzestrzeniania się zaburzeń na rynkach finansowych,

– w otoczeniu systemu finansowego: wysoki stopień liberalizacji i deregulacji systemu finansowego (otoczenie prawne), poprawa warunków instytucjonalno-prawnych, ekonomicznych oraz politycznych, w których funkcjonują instytucje i rynki finansowe (otoczenie prawne, ekonomiczne i polityczne).

Zestawienie powyższych cech daje podstawę do rozbudowania definicji systemu finansowego wprowadzonej w pierwszym artykule (Matysek-Jędrzych 2007a). Odwołując się do pracy Wilczyńskiego (2000,

s. 20–22) – który zwraca uwagę na konieczność określenia podstawowych właściwości systemu gospodarczego – współczesny system finansowy należałoby również ujmować z punktu widzenia jego właściwości ukształtowanych w wyniku licznych przeobrażeń. Omówione właściwości wskazują m.in. na znaczenie prowadzonej polityki dla szeroko pojętego stabilizowania systemu finansowego w celu jego właściwego funkcjonowania, ale również dla gospodarki danego kraju. Wydaje się bowiem, że wysoką skuteczność prowadzonych działań można osiągnąć wyłącznie pod warunkiem uwzględnienia najważniejszych właściwości współczesnego systemu finansowego oraz dostosowania do nich strategii i instrumentów polityki stabilizowania systemu finansowego. Wielość czynników oddziałujących na współczesny system finansowy i silne związki między tymi czynnikami niewątpliwie powinny znaleźć odzwierciedlenie w kształtowaniu regulacji finansowych, norm ostrożnościowych czy jakościowych instrumentów polityki stabilizowania systemu finansowego.

Bibliografia

- Allegret J.-P., Courbis B., Dulbecco P. (2003), *Financial liberalization and stability of the financial system in emerging markets: The institutional dimensions of financial crises*, "Review of International Political Economy", Vol. 10, No. 1, s. 73–92.
- Allen F. (1999), *The Design of Financial Systems and Markets*, "Journal of Financial Intermediation", Vol. 8, No. 1–2, s. 5–7.
- Allen F., Gale D. (1994), *Financial Innovation and Risk Sharing*, MIT Press, Cambridge.
- Arestis P., Glickman M. (2002), *Financial crises in Southeast Asia: Dispelling illusion the Minskyan way*, "Cambridge Journal of Economics", Vol. 26, No. 2, s. 237–260.
- Bandiera O., Caprio G., Honohan P., Schiantarelli F. (2000), *Does financial reform raise or reduce savings?*, "Review of Economics and Statistics", May, Vol. 82, No. 2, s. 239–263.
- Bartolini L., Drazen A. (1997), *Capital-Account Liberalization as a Signal*, "American Economic Review", Vol. 87, No. 1, s. 138–154.
- Bikchandani S., Sharma S. (2000), *Herd Behavior in Financial Markets: A Review*, "Working Paper", No. 48, IMF, Washington, D.C.
- Bilski H. (1999), *Nowa międzynarodowa architektura finansowa (próba reformy światowego systemu finansowego)*, „Materiały i Studia”, nr 90, NBP, Warszawa.
- BIS (1985), *Payment Systems in Eleven Developed Countries*, February, Basle.
- BIS (1992), *Structural aspects of financial markets and prudential supervision*, w: 62nd Annual Report, Basle.
- BIS (1997), *The evolution of central banking*, w: 67th Annual Report, Basle.
- BIS (2001), *Report on financial consolidation*, Basle.
- BIS (2007), *Statistics on payment and settlement systems in selected countries*, March, Basle.
- Boone L., Girouard N., Wanner I. (2001), *Financial market liberalisation, wealth and consumption*, "Working Paper", No. 308, OECD Economic Department, Paris.
- Bordo M.D., Eichengreen B., Irvin D.A. (1999), *Is globalization today really different than globalization a hundred years ago?* "Working Paper", No. 7195, NBER, Cambridge.
- Broner F.A., Lorenzoni G., Schmukler S.L. (2004), *Why Do Emerging Markets Borrow Short Term?*, "Policy Research Working Paper", No. 3389, The World Bank, Washington, D.C.
- Calvo G.A., Mendoza E.G. (2000), *Rational contagion and the globalization of securities markets*, "Journal of International Economics", Vol. 51, No. 1, s. 79–113.

- Canals J. (1997), *Strategie konkurencyjne w europejskiej bankowości*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Caprio G., Honohan P. (1999), *Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements*, "Journal of Economics Perspectives", Vol. 13, No. 4, s. 43–64.
- Caprio G., Honohan P., Stiglitz J.E. (red.) (2001), *Financial Liberalization: How Far, How Fast?*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Carter M. (1989), *Financial Innovation and Financial Fragility*, "Journal of Economic Issues", Vol. 23, No. 3, s. 779–793.
- Chojecki T., Matysek A. (2003a), *Bankowość elektroniczna w europejskich systemach bankowych: Finlandia*, „Bank i Kredyt”, nr 1, s. 74–86.
- Chojecki T., Matysek-Jędrych A. (2003b), *Bankowość elektroniczna w europejskich systemach bankowych: Szwecja*, „Bank i Kredyt”, nr 4, s. 72–86.
- Chojecki T., Matysek-Jędrych A. (2003c), *Rozwój bankowości elektronicznej na tle przekształceń duńskiego systemu bankowego*, „Bank i Kredyt”, nr 11–12, s. 66–79.
- Claessens S., Demirgüç-Kunt A., Huizinga H. (2001), *How Does Foreign Entry Affect Domestic Banking Markets?*, "Journal of Banking and Finance", Vol. 25, No. 5, s. 891–911.
- Clarke G.R., Cull R., Peria M.S.M., Sanchez S.M. (2003), *Foreign Bank Entry: Experience, Implications for Developing Economies, and Agenda for Further Research*, "The World Bank Research Observer", Vol. 18, No. 1, s. 25–59.
- Craig V.V. (1998), *Financial Deregulation in Japan*, "FDIC Banking Review", Vol. 11, No. 3, s. 1–12.
- Crockett A. (1997), *Why Is Financial Stability a Goal of Public Policy?*, materiały z konferencji "Maintaining financial stability in a global economy", Federal Reserve Bank of Kansas City, 28–30 sierpnia, Jackson Hole.
- Crockett A. (2000), *Managing change in the European financial system – lessons from experience*, "BIS Review", No. 80, <http://www.bis.org/review/r001003b.pdf>
- Crockett A., Cohen B.H. (2001), *Financial Markets and Systemic Risk in an Era of Innovation*, "International Finance", Vol. 4, No. 1, s. 127–144.
- Davis E.P. (1996), *The Role of Institutional Investors in the Evolution of Financial Structure and Behaviour*, materiały z konferencji "The Future of Financial System", Reserve Bank of Australia, 8–9 lipca Sydney.
- Davis E.P. (2003), *Institutional investors, financial markets efficiency, and financial stability*, "EIB Papers", Vol. 8, No. 1, s. 76–107.
- Davis E.P., Steil B. (2001), *Institutional investors*, MIT Press, Cambridge.
- De la Torre A., Levy Yeyati E., Schmukler S. (2002), *Financial Globalization: Unequal Blessings*, "International Finance", Vol. 5, No. 3 s. 335–357.
- Demirgüç-Kunt A., Detragiache E. (1998), *Financial liberalization and financial fragility*, "Working Paper", No. 83, June, IMF, Washington, D.C.
- Dermine J. (2003), *Banking in Europe: Past, Present and Future: The transformation of the European financial system*, w: V. Gaspar, P. Hartmann, O. Sleijpen (red.), *Second ECB Central Banking Conference*, May, ECB, Frankfurt.
- Devenow A., Welch I. (1998), *Rational herding in financial economics*, "European Economic Review", Vol. 40, No. 3–5, s. 603–615.
- Dębski W. (2005), *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Diaz-Alejandro C.F. (1985), *Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash*, "Journal of Development Economics", Vol. 19, No. 1–2, s. 1–24.
- Dornbusch R., Park Y., Claessens S. (2000), *Contagion: Understanding How it Spreads*, "The World Bank Research Observer", Vol. 15, No. 2, s. 177–198.
- Drees B., Pazarbaşıoğlu C. (1998), *The Nordic Banking Crises. Pitfalls in Financial Liberalization?*, "Occasional Paper", No. 161, IMF, Washington, D.C.
- ECB (2002), *Report on financial structures*, Frankfurt.
- ECB (2003), *The transformation of the European financial system*, w: V. Gaspar, P. Hartmann, O. Sleijpen (red.), *Second ECB Central Banking Conference*, May, ECB, Frankfurt.
- Edwards F.R., Mishkin F.S. (1995), *The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy*, "Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review", Vol. 1, No. 2, s. 27–45.
- Eichengreen B. (1999), *Toward a new international financial architecture: A practical post-Asia agenda*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Eichengreen B., Mussa M. (red.) (1998), *Capital Account Liberalization. Theoretical and Practical Aspects*, "Occasional Paper", No. 12, IMF, Washington, D.C.
- Eichengreen B., Rose A., Wyplosz C. (1996), *Contagious Currency Crises*, "Working Paper", No. 5681, NBER, Cambridge.

- Eisenbeis R.A. (1987), *Eroding Market Imperfections: Implications for Financial Intermediaries, the Payment System, and Regulatory Reform*, materiały z konferencji "Restructuring the Financial System", Federal Reserve Bank of Kansas City, 20–22 sierpnia, Jackson Hole.
- European Securitisation Forum (2006), *ESF Securitisation Data Report*, Summer, <http://www.eurosecuritisation.com/pubs/ESFDataRprt0706.pdf>
- Feldstein M., Horioka C. (1980), *Domestic Savings and International Capital Flows*, "Economic Journal", Vol. 90, No. 358, s. 314–329.
- Ferguson R.W. (2003), *Should Financial Stability Be an Explicit Central Bank Objective?* w: P.C. Ugolini, A. Schaechter, S.R. Stone (red.), *Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems*, IMF, Washington, D.C.
- Finnerty J.D., Emery D.R. (2002), *Corporate Securities Innovation: An Update*, "Journal of Applied Finance", Vol. 12, No. 1, s. 21–47.
- Fischer S. (1997), *Capital Account Liberalization and the Role of the IMF*, materiały z seminarium „Asia and the IMF”, IMF, 19 września, Hong Kong.
- Fischer S. (1998), *Capital Account Liberalization and the Role of the IMF*, w: S. Fischer, R.N. Cooper, R. Dornbusch, P.M. Garber, C. Massad, J.J. Polak, D. Rodrik, S.S. Tarapore, *Should the IMF pursue capital-account convertibility?*, "Essays in International Finance", No. 207, Princeton University, Princeton.
- Frame W.S., White L.J. (2004), *Empirical Studies of Financial Innovation: Lots of Talk, Little Action?*, "Journal of Economic Literature", Vol. 42, No. 1, s. 116–144.
- Frankel J.A., Schmukler S.L. (1998), *Crises, Contagion, and Country Funds: Effects on East Asia and Latin America*, w: R. Glick (red.), *Managing Capital Flows and Exchange Rate Perspectives from the Pacific Basin*, Cambridge University Press, Cambridge.
- French K.R., Poterba J.M. (1991), *Investor Diversification and International Equity Markets*, "American Economic Review", Vol. 81, No. 2, s. 222–226.
- Fry M.J. (1997), *In Favour of Financial Liberalization*, "Economic Journal", Vol. 107, No. 442, s. 754–770.
- Gabaix X., Gopikrishnan P., Plerou V., Stanley H.E. (2005), *Institutional Investors and Stock Market Volatility*, "Working Paper", No. 11722, NBER, Cambridge.
- Galati G., Tsatsaronis K. (2001), *The impact of the euro on Europe's financial markets*, "Working Paper", No. 100, BIS, Basle.
- Gelos R.G., Wei S.-J. (2005), *Transparency and International Portfolio Holdings*, "Journal of Finance", Vol. 60, No. 6, s. 2987–3020.
- Gemech F., Struthers J. (2003), *The McKinnon-Shaw Hypothesis: Thirty Years on – A Review of Recent Development in Financial Liberalization Theory*, materiały z konferencji "Globalization and Development", Development Studies Association, wrzesień, Glasgow.
- Greenspan A. (1999), *Need for financial modernization*, Testimony before Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, 23 February, Washington, DC.
- Greenspan A. (2000), *Technology and financial services*, uwagi przed konferencją "In Honor of Anna Schwartz", Journal of Financial Services Research and the American Enterprise Institute, 14 kwietnia, Washington, D.C.
- Gruszczyński M. (2002), *Kryzysy walutowe a liberalizacja obrotów kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Guitián M. (1998), *Capital account convertibility and the financial sector*, "Journal of Applied Economics", Vol. 1, No. 1, s. 209–229.
- Hall M.J.B. (red.) (2003), *The International Handbook on Financial Reform*, Edward Edgar Publishing, Cheltenham.
- Honohan P. (2000), *How Interest Rates Changed under Financial Liberalization. A Cross-Country Review*, "Policy Research Working Paper", No. 2313, The World Bank, Washington, D.C.
- Houben A., Kakes J., Schinasi G. (2000), *Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability*, "Working Paper", No. 101, IMF, Washington, D.C.
- IMF (2000), *Globalization: Threat or Opportunity?*, 12 April (corrected January 2002), IMF, Washington, D.C., <http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/041200to.htm>
- IMF (2001), *World Economic Outlook. The Information Technology Revolution*, October, Washington, D.C.
- IMF (2006a), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, Washington, D.C.
- IMF (2006b), *World Economic Outlook. Financial Systems and Economic Cycles*, September, Washington, D.C.
- Ishii A., Habermeier K. (2002), *Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability*, "Occasional Paper", No. 211, IMF, Washington, D.C.
- Kaliński J. (2004), *Globalizacja w perspektywie historycznej*, w: E. Czarny (red.), *Globalizacja od A do Z*, NBP, Warszawa.

- Kaminsky G.L., Reinhart C.M. (1999), *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*, "American Economic Review", Vol. 89, No. 3, s. 473–500.
- Kaminsky G.L., Schmukler S.L. (2002), *Short-Run Pain, Long-Run Gain. The Effects of Financial Liberalization*, "Policy Research Working Paper", No. 2912, The World Bank, Washington, D.C.
- Kindleberger Ch. (1999), *Szałeństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych*, WIG-Press, Warszawa.
- Kodres L., Pritsker M. (2002), *A Rational Expectations Model of Financial Contagion*, "The Journal of Finance", Vol. 57, No. 2, s. 769–799.
- Kose M.A., Prasad E., Rogoff K., Wei S.-J. (2006), *Financial Globalization: A Reappraisal*, "Working Paper", No. 06/189, IMF, Washington, D.C.
- Kowalski T., Letza S. (red.) (2006), *Corporate governance and institutions: A pan-European perspective*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Kowalski T., Lensink R., Vensel V. (red.) (2002), *Foreign Banks and Economic Transition*, „Raporty, Opracowania, Referaty”, zeszyt 20, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Katedra Polityki Gospodarczej i Planowania Rozwoju, Poznań.
- Kowalski T., Wihlborg C., Vensel V. (2007), *Rozwój środowiska instytucjonalnego w nowych krajach Unii Europejskiej: przypadek Estonii i Polski*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, nr 1, s. 151–171.
- Kroszner R.S., Strahan P.E. (1997), *The Political Economy of Deregulation: Evidence from the Relaxation of the Bank Branching Restrictions in the United States*, "Research Paper", No. 9720, Federal Reserve Bank of New York.
- Krugman P. (1979), *A Model of Balance of Payments Crises*, "Journal of Money, Credit and Banking", Vol. 11, No. 3, s. 311–325.
- Krugman P. (1998), *Saving Asia: It's Time to Get Radical*, "Fortune", 7 September.
- Ledrut E. (2007), *The BIS statistics on payments and settlements*, "BIS Quarterly Review", June, s. 41–53.
- Leland H.E., Pyle D.H. (1977), *Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation*, "Journal of Finance", Vol. 32, No. 2, s. 371–387.
- Levine R. (1996), *Foreign Banks, Financial Development, and Economic Growth*, w: C.E. Barfield (red.), *International Financial Markets. Harmonization versus Competition*, AEI Press, Washington, D.C.
- Levine R., Zervos S. (1996), *Capital Control Liberalization and Stock Market Development*, "Policy Research Working Paper", No. 1622, The World Bank, Washington, D.C.
- Lewis K. (1996), *Consumption, stock returns, and the gains from international risk-sharing*, "Working Paper", No. 5410, NBER, Cambridge.
- Małecki W., Sławiński A., Piasecki R., Żuławska U. (2001), *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Mann C.L., Meade E.E. (2002), *Home bias, transaction costs, and prospects for the euro: A more detailed analysis*, "Working Paper", No. 3, June, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Martinez Peria M.S., Powell A., Vladkova-Hollar I. (2005), *Banking on Foreigners: The Behavior of International Bank Claims on Latin America, 1985–2000*, "Staff Paper", Vol. 52, No. 3, IMF, Washington, D.C.
- Masson P. (1998), *Contagion: Monsoonal Effect, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria*, "Working Paper", No. 142, IMF, Washington, D.C.
- Masson P. (2001), *Globalization: Facts and Figures*, "Policy Discussion Paper", No. 4, IMF, Washington, D.C.
- Matysek-Jędrzych A. (2007a), *System finansowy – definicja i funkcje*, „Bank i Kredyt” nr 10, s. 38–50.
- Matysek-Jędrzych A. (2007b), *Struktura i modele systemu finansowego*, „Bank i Kredyt”, nr 11–12, s. 87–102.
- Mayer C. (1986), *The Assessment: Financial Innovation: Curse of Blessing?*, "Oxford Review of Economic Policy", Vol. 2, No. 4, s. i–xix.
- McKinnon R.I. (1973), *Money and capital in economic development*, Brookings Institution, Washington, D.C.
- McKinnon R.I., Pill H. (1997), *Credible Economic Liberalizations and Overborrowing*, "American Economic Review", Vol. 87, No. 2, s. 189–193.
- McKinsey Global Institute (2004), *The Value and Challenges of Good Corporate Governance*, "Advanced Risk Management Workshop", May, The World Bank, Washington, D.C.
- McKinsey Global Institute (2005), *\$118 Trillion and Counting: Taking Stock of the Global Capital Markets*, February, <http://www.mckinsey.com/mgi/publications/gcm/index.asp>
- Merton R.C. (1990), *The Financial System and Economic Performance*, "Journal of Financial Services Research", Vol. 4, No. 4, s. 263–300.
- Merton R.C. (1995), *Financial innovation and the management and regulation of financial institutions*, "Journal of Banking & Finance", Vol. 19, No. 3–4, s. 461–481.
- Miklaszewska E. (2004), *Deregulacja rynków finansowych a zmiany w strategiach banków komercyjnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków.

- Ministry of Finance Japan (bdw), *Structural Reform of the Japanese Financial Market*, <http://www.mof.go.jp/english/big-bang/ebb7.htm>
- Minsky H. (1991), *The Financial Instability Hypothesis: A Clarification*, w: M. Feldstein (red.), *The Risk of Economic Crisis*, University of Chicago Press, Chicago.
- Minsky H. (1992), *The Financial Instability Hypothesis*, "Working Paper", No. 74, The Jerome Levy Economics Institute, New York.
- Mishkin F.S. (2001), *Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries*, "Working Paper", No. 8087, NBER, Cambridge.
- Mishkin F.S. (2005), *Is financial globalization beneficial?*, "Working Paper", No. 11891, NBER, Cambridge.
- Mishkin F.S. (2007), *Globalization and financial development*, "BIS Review", No. 41, <http://www.bis.org/review/r070502f.pdf>
- Mishkin F.S., Strahan P.E. (1999), *What Will Technology Do to Financial Structure?*, "Working Paper", No. 6892, NBER, Cambridge.
- Moles P., Terry N. (1999), *The Handbook of International Financial Terms*, Oxford University Press, Oxford.
- Mundell R.A. (2000), *A Reconsideration of the Twentieth Century*, "American Economic Review", Vol. 90, No. 3, s. 327–340.
- Osiński J., Wyczański P., Tymoczko D., Grąt A. (red.) (2004), *Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002–2003*, NBP, Warszawa.
- Noyer C. (2007), *Financial Innovation, Monetary Policy and Financial Stability*, materiały z konferencji "Microdata Analysis and Macroeconomic Implications", Deutsche Bundesbank, 27–28 kwietnia, Eltville.
- Obstfeld M. (1986), *Rational and Self-Fulfilling Balance-of Payments Crises*, "American Economic Review", Vol. 76, No. 1, s. 72–81.
- Obstfeld M. (1998), *The Global Capital Market: Benefactor or Menace?*, "Journal of Economic Perspectives", Vol. 12, No. 4, s. 9–30.
- Obstfeld M., Taylor A.M. (2004), *Global Capital Markets. Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge University Press, Cambridge.
- OECD (2003), *Institutional Investors Statistical Yearbook 1991–2001*, Paris.
- Onno Ruding H. (2002), *The transformation of the financial services industry*, "Occasional Paper", No. 2, Financial Stability Institute, BIS, Basle.
- Oręziak L. (2004), *Globalizacja rynków finansowych*, w: E. Czarny (red.), *Globalizacja od A do Z*, NBP, Warszawa.
- Padoa-Schioppa T. (2003), *Central Banks and Financial Stability: Exploring the Land in Between*, w: V. Gaspar, P. Hartmann, O. Sleijpen (red.), *The Transformation of the European Financial System, Second ECB Central Banking Conference*, May, ECB, Frankfurt.
- Peek J., Rosengren E.S. (2000), *Implications of the globalization of the banking sector: the Latin America experience*, w: E.S. Rosengren, J.S. Jordan (red.), *Building an Infrastructure for Financial Stability*, "Conference Series" No. 44, Federal Reserve Bank of Boston.
- Peree E., Steinherr A. (2001), *The euro and capital markets: A new era*, "The World Economy", Vol. 24, No. 10, s. 1295–1308.
- Prasad E.S., Rogoff K., Wei S.-J., Kose M.A. (2003), *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, "Occasional Paper", No. 220, IMF, Washington, D.C.
- Quinn D.P. (2003), *Capital account, liberalization and financial globalization, 1890–1999: A synoptic view*, "International Journal of Finance and Economics", Vol. 8, No. 3, s. 189–204.
- Quirk P.J., Evans O. (1995), *Capital account convertibility. Review of experience and implications for IMF policies*, "Occasional Paper", No. 131, IMF, Washington, D.C.
- Rajan R.G., Zingales L. (1998), *Financial dependence and growth*, "American Economic Review", Vol. 88, No. 3, s. 559–586.
- Rajan R.G., Zingales L. (2003), *Banks and Markets: The Changing Character of European Finance*, w: V. Gaspar, P. Hartmann, O. Sleijpen (red.), *The Transformation of the European Financial System, Second ECB Central Banking Conference*, May, ECB, Frankfurt.
- Rodrik D. (1999), *Governing the global economy: does one architecture style fit all?*, w: R.Z. Lawrence, S.M. Collins (red.), *Brookings Trade Forum: 1999*, Brookings Institution Press, Washington, D.C.
- Rybczyński T.M. (1994), *Ewolucja systemu finansowego. Geldowe bitwy i keiretsu*, „Życie Gospodarcze”, nr 36, s. 42–43.
- Schinasi G.J. (2005), *Safeguarding financial stability. Theory and practice*, IMF, Washington, D.C.
- Schmukler S.L., Zoido P., Halac M. (2003), *Financial Globalization, Crises, and Contagion*, "Background paper for the Globalization World Bank Policy Research Report", October, The World Bank, Washington, D.C.
- Sell F.L. (2001), *Contagion in Financial Markets*, Edward Elgar, Cheltenham.

- Shafer J.R. (1995), *Experience with controls on international capital movements in OECD countries: Solution or problem for monetary policy?* w: S. Edwards (red.), *Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Shirakawa M., Okina K., Shiratsuka S. (1997), *Financial Market Globalization: Present and Future*, "Discussion Paper", No. 97-E-11, Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies, Tokyo.
- Sławiński A. (2001), *Przyczyny i następstwa kryzysu walutowego*, w: W. Małecki, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żuławska (red.), *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Sławiński A. (2006), *Rola inwestorów instytucjonalnych, banków i funduszy arbitrażowych w rozwoju globalnego rynku finansowego*, referat na konferencję "Współczesne problemy finansów międzynarodowych", Kolegium Gospodarki Światowej SGH, 17 listopada, Warszawa.
- Solarz J.K. (2001), *Nowa architektura międzynarodowego systemu finansowego*, w: J.K. Solarz (red.), *Międzynarodowy system finansowy. Analiza instytucjonalna-porównawcza*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa.
- Stiglitz J.E. (2000), *Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability*, "World Development", Vol. 28, No. 6, s. 1075–1086.
- Stiglitz J.E. (2004), *Globalizacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Stulz R. (2005), *The limits of financial globalization*, "Working Paper", No. 11070, NBER, Cambridge.
- Sundararajan V., Baliño T.J.T. (red.) (1991), *Banking Crises: Cases and Issues*, IMF, Washington, D.C.
- Sveriges Riksbank (1998), *Year 2000 – a threat to financial stability?*, "Financial Market Report", No. 2, Stockholm.
- Taylor A.M. (1996), *International capital mobility in history: the saving-investment relationship*, "Working Paper", No. 5743, NBER, Cambridge.
- Taylor A.M. (2002), *Globalization, trade and development: some lessons from history*, "Working Paper", No. 9326, NBER, Cambridge.
- The Economist (2000), *Untangling e-economics*, 21 September, s. B5-B40.
- Trichet J.C. (2000), *Worldwide tendencies in financial systems*, "BIS Review", No. 85, <http://www.bis.org/review/r001011a.pdf>
- Tytell I., Wei S.-J. (2004), *Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies?*, "Working Paper", No. 04/84, IMF, Washington, D.C.
- Vitols S. (2000), *The Transition from Banks to Markets in the German and Japanese Financial System*, "Discussion Paper", No. 02-901, Social Science Research Center Berlin (WZB), Working Group on Institutions, States and Markets, <http://skylla.wzb.eu/pdf/2002/p02-901.pdf>
- Weber A.A. (2006), *Concluding Remarks*, materiały z konferencji „Financial Systems Modernisation and Economic Growth in Europe”, 29 września, ECB-CFS Research Network, Berlin.
- Wei S.-J. (2000a), *How Taxing is Corruption on International Investors?*, "Review of Economics and Statistics", Vol. 82, No. 1, s. 1–11.
- Wei S.-J. (2000b), *Natural openness and good governance*, "Working Paper", No. 7765, NBER, Cambridge.
- Weller C.E. (1999), *Financial crises after liberalization: Exceptional circumstances or structural weakness*, "Working Paper", No. 15, Rheinische Friedrich-Wilhelms University, Centre for European Integrations Studies, Bonn.
- Węclawski J. (1994), *Sekurytyzacja – nowa forma finansowania przedsiębiorstw*, „Bank i Kredyt”, nr 8, s. 43–51.
- Wilczyński W. (2000), *Rynek i pieniądz w Polsce u progu XXI wieku*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań.
- Williamson J. (1998), *Whither Financial Liberalization*, przemówienie podczas konferencji "Second Annual Indian Derivatives Conference", 12 listopada, Mumbai, <http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=323>
- Wyplosz C. (2001), *How Risky is Financial Liberalization in the Developing Countries?*, "Discussion Paper", No. G-24, United Nations, New York.