

Rozdział I

System finansowy w aspekcie procesów globalizacyjnych

Mimo że powiązania między cenami instrumentów finansowych notowanych na różnych giełdach istnieją od dawna, ich znaczenie wzrosło wraz z utworzeniem indeksów giełdowych, a sprzyjały im rewolucja w telekomunikacji, globalizacja i rozwój technologii informatycznych. Obecnie dzięki internetowi inwestorzy mają natychmiastowy dostęp do każdej istotnej informacji rynkowej. Mogą swobodnie inwestować swój kapitał praktycznie na każdej giełdzie na świecie. W warunkach globalnego dostępu do informacji rynkowych Stany Zjednoczone stały się wyznacznikiem trendów na światowych rynkach akcji, wpływając na inne regionalne i lokalne giełdy, w tym polską. Przystąpienie Polski do Unii Europejskiej 1 maja 2004 r. wzbudziło zainteresowanie wielu inwestorów, którzy wcześniej nie inwestowali w tym kraju ze względu na ryzyko polityczne, ograniczone zasady ładu korporacyjnego i ryzyko płynności. Siła powiązań polskiego rynku akcji z rynkami zewnętrznymi istotnie wzrosła od czasu kryzysu 2007–2009, a Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) w pierwszej dekadzie XXI wieku była jedną z najszybciej rozwijających się giełd w Europie. Rozwój GPW jest przykładem udanego przekształcenia giełdy krajowej w regionalną w stosunkowo krótkim czasie. W tym rozdziale przedstawiono funkcje i istotę systemu finansowego w świetle narastania procesów globalizacji i dynamiki powiązań. Szczególny nacisk został położony na integrację rynków finansowych, przemiany rynku kapitałowego oraz globalizację w aspekcie kryzysów finansowych.

1.1. Funkcje i istota systemu finansowego w świetle narastania procesów globalizacji i dynamiki powiązań

Nie ma jednej, powszechnie akceptowanej, teorii systemów finansowych, którą można by wykorzystać do ustrukturyzowania dyskusji w zakresie roli rynków finansowych w integracji gospodarczej, wzroście gospodarczym i zapewnieniu stabilności cen. W tym kontekście w niniejszym podrozdziale przedstawiono kilka kluczowych pojęć dotyczących funkcjonowania sektora finansowego oraz powiązań pomiędzy nimi. Rola systemu finansowego może być rozumiana, zgodnie ze standardowymi teoriami, jako alokacja zasobów od agentów, którzy mają nadwyżkę, do tych, którzy mają niedobór funduszy (Goldsmith, 1969; McKinnon, 1973; Schumpeter i Röpke, 2006).

Postrzeganie gospodarki jako złożonego systemu było obecne już w pracach Adama Smitha, który opisał gospodarkę i tworzony przez nią dobrobyt społeczny jako proces oparty na działaniach podejmowanych przez zmotywowane, samorganizujące się jednostki (Bezat i in., 2009). Jednym z kluczowych systemów w dzisiejszym świecie jest system finansowy, który składa się z dużej liczby oddziałujących na siebie pojedynczych elementów. Wielowymiarowy charakter systemu finansowego wymaga wyjaśnienia jego genezy w wielu przekrojach. Równocześnie na poziomie różnych dyscyplin naukowych brak jest jednoznacznej definicji systemów, która umożliwiłaby zgodne rozumienie systemów i ich składowych. W szczególności dotyczy to systemu finansowego (Karkowska, 2015). System ten stawia wyzwanie konwencjonalnemu myśleniu. Po pierwsze jest raczej dynamiczny niż statyczny. Po drugie jest probabilistyczny, a nie deterministyczny. Wydaje się, że jego stan jest bardzo trudny do przewidzenia i kontrolowania oraz charakteryzuje się nieliniowymi lub sieciowymi interakcjami między elementami składowymi. Na poszczególne elementy systemu bezpośredni wpływ ma zachowanie systemu jako całości. Nie w każdym przypadku występuje związek między rozmiarem zdarzenia a jego konsekwencjami. Małe zmiany mogą wywoływać wydarzenia na dużą skalę (Watts, 2002).

Złożone systemy finansowe charakteryzują się punktami krytycznymi i zmianami reżimów, czego przykładami w ostatnich latach były: utworzenie się banki internetowej wskutek euforii na giełdach całego świata, załamanie rynku międzybankowego, rozprzestrzenianie się pandemii COVID-19. W odniesieniu do ekonomii i finansów te cechy mogą prowadzić do poważnych awarii spowodowanych kaskadami w sieci systemu. Zdarzenia ekstremalne w takich układach obserwuje się znacznie częściej, niż sugeruje to standardowe założenie stosowane w badaniach ekonometrycznych, że dane są zgodne z rozkładem normalnym. Częstotliwość i rozmiary powodzi, trzęsień ziemi, wojen, ceny aktywów finan-

sowych, a nawet recesje gospodarcze nie charakteryzują się rozkładami normalnymi (Ormerod, 2010). Techniki stosowane w analizie złożonych systemów znacznie różnią się od tych stosowanych w konwencjonalnej teorii ekonomii, gdzie kładzie się nacisk na optymalizację. Obejmują one eksplorację danych, analizę sieci, dynamikę systemów, modelowanie agentowe, dynamikę nieliniową, teorię katastrof i teorię zjawisk krytycznych (Doyne Farmer i in., 2012).

Ponad dwadzieścia pięć lat temu laureat Nagrody Nobla – Merton (1995) – napisał artykuł zatytułowany *A functional perspective of financial intermediation*, a w tym samym roku Merton i Bodie napisali rozdział książki (Crane i in., 1995) zatytułowany *A conceptual framework for analysing the financial environment*. Te dwie prace stanowiły syntezę dotychczasowych definicji systemu finansowego. Badacze wyjaśniali, że istnieją dwie zasadniczo różne perspektywy pośrednictwa finansowego, tj. perspektywa instytucjonalna i perspektywa funkcjonalna, i to ta ostatnia jest bardziej odpowiednia, ponieważ forma podąża za funkcją, a instytucje są endogenicznie kształtowane przez funkcje egzogeniczne.

Podejście instytucjonalne służyło utrzymaniu *status quo* i zakładało, że celem polityki publicznej jest pomoc istniejącym na rynku instytucjom w przetrwaniu i rozwoju (Merton, 1995). Instytucje charakteryzowały się też innymi funkcjami, np. miały wymiar fizyczny i potencjał do utrzymania ciągłości biznesu poprzez ograniczenie podejmowania ryzyka i nadużywania dominującej pozycji na rynku. Ponadto, ze względu na asymetrię informacji finansowych, instytucje działały jako elementy ostrzegawcze w systemie, wskazując stopień ryzyka związanego z danym typem instytucji.

Stosowanie perspektywy instytucjonalnej do opisu systemu finansowego – banków, instytucji ubezpieczeniowych, organów regulacyjnych itp. – jest jednak ograniczone z powodu różnic w złożoności, kulturze, historii, czynnikach politycznych, wielkości i technologii. Merton i Bodie (1995) zauważyli również, że instytucje różniły się od swoich odpowiedników za granicą, a nawet instytucje o tej samej nazwie nie zawsze reprezentowały to samo; np. banki amerykańskie były bardzo różnymi podmiotami w 1995 r. w porównaniu z 1925 r. czy też z bankami w Niemczech czy Wielkiej Brytanii.

System finansowy ma dwa podstawowe wymiary: efektywność i stabilność¹. Efektywność systemu finansowego można rozumieć jako warunek, w którym środki dostępne w systemie finansowym są alokowane w najbardziej wartościowe możliwości inwestycyjne przy najniższym możliwie koszcie. W wydajnym systemie finansowym rynki są konkurencyjne, informacje dostępne i sze-

¹ Rozróżnienie między tymi dwoma pojęciami opiera się na standardowej teorii ekonomii, która rozróżnia na przykład efektywność i stabilność równowag w systemie gospodarczym oraz na fakcie, że zapewnienie efektywności i stabilności wymaga często zupełnie innej polityki.

roko rozpowszechniane, a konflikty agencyjne są rozwiązywane poprzez umowy egzekwowane przez systemy prawne. Niedoskonałości rynku prowadzą do nieefektywności, a brak wydajności zwykle osłabia wkład finansowania we wzrost gospodarczy. Należy jednak pamiętać o teorii „drugiego najlepszego”, która mówi, że w przypadku wystąpienia kilku niedoskonałości rynku usunięcie jednej z nich nie musi poprawiać wzrostu i dobrobytu (Lipsey i Lancaster, 1956).

W odróżnieniu od efektywności finansowej stabilność finansową można rozumieć jako stan, w którym system finansowy, składający się z pośredników finansowych, rynków i infrastruktury rynkowej, jest w stanie reagować na szoki i wygładzać niestabilności finansowe, zmniejszając w ten sposób prawdopodobieństwo zakłóceń w procesie pośrednictwa finansowego. Główne formy niestabilności finansowej (kryzysy finansowe) zakłócają proces pośrednictwa, który przekierowuje oszczędności na inwestycje (Caprio i Klingebiel, 1996; Hoggarth i in., 2001), a zatem zwykle mają silny negatywny wpływ na wzrost i dobrobyt. Z drugiej strony wydajniejszy system finansowy zwykle poprawia stabilność, szczególnie w perspektywie długoterminowej. Mogą jednak wystąpić również konflikty między wydajnością a stabilnością, w szczególności w perspektywie krótkoterminowej. Na przykład okresy znaczących innowacji i rozwoju systemów finansowych mogą wiązać się z niestabilnością w okresie przejściowym, ponieważ nie wszyscy gracze finansowi są w pełni przyzwyczajeni do nowych technik i związanego z nimi ryzyka, a niektórzy gracze mogą stracić (Keeley, 1990). Również nadmierna kontrola regulacyjna i publiczna może prowadzić do wysokiego poziomu stabilności, ale jednocześnie obniżyć wydajność (Guiso i in., 2006).

Co ważne, regulacje finansowe związane ze współczesnym otoczeniem finansowym mogą stać się przestarzałe ze względu na nowe innowacje finansowe, co prowadzi do nadrabiania zaległości w prawodawstwie. Ponadto ustawodawstwo może nie obejmować szerszego zakresu działalności finansowej, np. przed 2008 r. ramy regulacyjne nie uwzględniały działającego rynku pozagiełdowego, na którym, zawierane głównie przez banki, instrumenty pochodne osiągnęły szczytowy poziom 683 bln USD w czerwcu 2008 r. (Bank for International Settlements, 2008).

Próbując rozwiązać ograniczenia perspektywy instytucjonalnej, Merton i Bodie (1995) zaproponowali perspektywę funkcjonalną, którą można by zastosować na czterech poziomach analizy: system, instytucja, aktywność i produkt, i która opierała się na dwóch głównych założeniach:

- funkcje finansowe są bardziej stabilne niż instytucje finansowe – funkcje mniej zmieniają się w czasie i mniej różnią się w różnych krajach,
- forma instytucjonalna podąża za funkcją – innowacje i konkurencja między instytucjami ostatecznie skutkują większą efektywnością wykonywania funkcji finansowych.

Rozważając te podstawowe zasady, Merton i Bodie (1995) stwierdzili, że ułatwianie alokacji i rozmieszczenia zasobów ekonomicznych, zarówno przestrzennych, jak i czasowych, w niepewnym środowisku, jest główną funkcją wszystkich systemów finansowych. Opierając się na tej definicji wykorzystania zasobów ekonomicznych, Merton (1995) oraz Merton i Bodie (1995) zidentyfikowali sześć podstawowych funkcji, które musi spełniać system finansowy:

- 1) System rozliczeń i dokonywania płatności służący do wymiany towarów i usług.
- 2) Mechanizm gromadzenia środków pieniężnych oraz podziału udziałów w celu umożliwienia przedsiębiorstwom działania na dużą skalę.
- 3) Transfer zasobów gospodarczych w czasie i przestrzeni.
- 4) Zarządzanie niepewnością i kontrolowanie ryzyka.
- 5) Informacje o cenie, które pomagają koordynować zdecentralizowane podejmowanie decyzji w różnych sektorach gospodarki.
- 6) Sposób radzenia sobie z asymetrycznymi informacjami, gdy jedna strona transakcji finansowej posiada informacje, a druga nie, lub gdy jedna strona działa jako agent drugiej.

Na świecie istnieją systemy finansowe bardziej rozwinięte niż inne, czyli takie, które lepiej (sprawniej) od innych wykonują podstawowe funkcje, a dzięki globalizacji finansowej możliwe jest zaimportowanie rozwiniętego systemu finansowego poprzez proces nadrabiania zaległości. Funkcje te były wspierane przez infrastrukturę finansową, która obejmowała rachunkowość i procedury prawne, organizacje wspierające handel i rozliczenia oraz struktury regulacyjne. W podobny sposób Giovannini (2010) zauważył, że: „instytucje są statyczne, a biznesy (funkcje) są dynamiczne”.

Gdyby istniała zgodna definicja tego, co należy rozumieć przez „funkcje”, umożliwiłoby to lepsze zrozumienie systemu i relacji między systemami działającymi w różnych krajach, zwiększając tym samym nadzór i regulacje. Obecnie brakuje spójności terminologicznej, co widać w pracy Gilberta i Scotta (2001), którzy nie wykorzystali sześciu podstawowych funkcji przedstawionych przez Mertona i Bodie, a zamiast tego wymienili funkcje: usług płatniczych, transakcji papierami wartościowymi i ubezpieczenia ryzyka, które są niepełnymi opisami systemu finansowego.

Chociaż rzadko jest to uznawane, ekonomiści w sposób dorozumiany przyjęli argumenty funkcjonalne w teorii ekonomii. Jackson (2002) utrzymywał, że próba odrzucenia metod funkcjonalnych, które były stłumione w głównym nurcie, byłaby niepraktyczna, ponieważ funkcjonalizm wciąż się ujawnia. Teoria ekonomii może wykorzystywać podejścia funkcjonalne, aby zapewnić przyczynowe wyjaśnienie działań systemu gospodarczego oraz sposobu, w jaki łączy się on z jednostkami w społeczeństwie.