

# Andrzej Sławiński

---

## Rola inwestorów instytucjonalnych, banków i funduszy arbitrażowych w rozwoju globalnego rynku finansowego

---

International Journal of Management and Economics 21, 42-57

---

2007

Artykuł został zdigitalizowany i opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

## **Rola inwestorów instytucjonalnych, banków i funduszy arbitrażowych w rozwoju globalnego rynku finansowego<sup>1</sup>**

### **Wprowadzenie**

Globalizacja rynków finansowych jest w decydującej mierze rezultatem liberalizacji dewizowej i postępu technologicznego. Liberalizacja dewizowa stworzyła możliwość zawierania transakcji na rynkach finansowych różnych krajów. Postęp technologiczny umożliwił radykalne obniżenie kosztów zawierania i rozliczania transakcji. Geograficzna odległość pomiędzy stronami zawierającymi transakcje przestała mieć znaczenie<sup>2</sup>. Radykalne obniżenie się kosztu dostępu do informacji i jej przetwarzania stworzyło warunki, w których inwestor zagraniczny ma o rynku finansowym danego kraju w praktyce tyle samo informacji co inwestorzy lokalni.

Ideą, która określiła charakter współczesnej globalizacji rynków finansowych była teoria portfela Harrego Markowitza, która całkowicie zmieniła sposób inwestowania na rynkach finansowych<sup>3</sup>. Gdy liberalizacja dewizowa otworzyła dla inwestorów zagraniczne rynki finansowe, kupowanie zagranicznych papierów wartościowych stało się jednym ze sposobów dywersyfikacji portfeli aktywów.

Globalizacja radykalnie zmieniła rynki finansowe. Jej najbardziej spektakularnym następstwem jest pojawienie się dużej liczby płynnych rynków finansowych, a więc takich, na których występuje łatwość i niskie koszty zawierania transakcji. Jeszcze całkiem niedawno podręczniki do rynków finansowych informowały o tym, że nawet w Stanach Zjednoczonych – gdzie znaczenie rynków papierów wartościowych było zawsze relatywnie większe niż w innych krajach – wysoką płynnością charakteryzowały się tylko rynki walut, akcji i papierów skarbowych, a płynność pozostałych rynków była stosunkowo niewielka<sup>4</sup>. Od ostatniej dekady ubiegłego wieku liczba płynnych rynków finansowych szybko rośnie.

Jeśli weźmiemy pod uwagę, że każdy płynny rynek finansowy oferuje określony instrument wykorzystywany w zarządzaniu finansowym, to można powiedzieć, że dzięki globalizacji rynków finansowych powstał globalny „supermarket” oferujący rosnącą liczbę instrumentów, które można łatwo wykorzystywać w zarządzaniu płynnością, lokowaniu i pozyskiwaniu kapitału, a przede wszystkim w zarządzaniu ryzykiem.

Globalizacja umożliwia wzrost płynności rynków finansowych, ponieważ wraz z pojawianiem się inwestorów zagranicznych na rynkach finansowych różnych krajów,

zwiększała się liczba zawieranych transakcji, rosła skala obrotów, a wraz z nią płynność rynków finansowych.

Szybko pojawiało się korzystne sprzężenie zwrotne pomiędzy globalizacją a płynnością rynków finansowych. Polega ono na tym, że płynny rynek finansowy jest rynkiem względnie bezpiecznym, co jest czynnikiem przyciągającym inwestorów. Płynny rynek jest dla inwestora względnie bezpieczny, ponieważ pojedyncze transakcje są zbyt małe w stosunku do ogólnej skali obrotów, by mogły wywołać znaczącą zmianę ceny. Dlatego z płynnego rynku finansowego inwestor może wycofać się w dowolnym momencie. Nie musi obawiać się, że poniesie straty w wyniku wywołanego sprzedażą papierów spadku ich ceny.

Globalizacja sprzyja nie tylko poprawie płynności istniejących już rynków finansowych. Sprzyja powstawaniu nowych rynków, co jest szczególnie wyraźnie widoczne na przykładzie rozwoju rynków instrumentów pochodnych. Płynność rynków instrumentów bazowych umożliwiła powstanie rynków instrumentów pochodnych, umożliwiających zabezpieczanie się przed ryzykiem zmian cen instrumentów bazowych. Z kolei rozwinięcie się płynnych rynków prostych instrumentów pochodnych umożliwiło powstanie płynnych rynków złożonych instrumentów pochodnych. Przykładem tego jest rynek pochodnych kredytowych, na którym obroty zwiększyły się w ciągu ostatnich lat nieomal od zera do 19 bilionów USD<sup>5</sup>.

Jedną z największych korzyści, jakie przyniosła globalizacja rynków finansowych w okresie funkcjonowania systemu waluty złotej (1870–1914), było to, że dzięki dużym przepływom kapitałowym oszczędności krajów osiągających duże nadwyżki handlowe finansowały wzrost gospodarczy w krajach deficytowych. Dlatego wydawało się dość zagadkowe, że w początkowej fazie obecnej globalizacji udział oszczędności zagranicznych w finansowaniu inwestycji w poszczególnych krajach był stosunkowo mały<sup>6</sup>. Najnowsze badania świadczą jednak, że sytuacja w tym względzie ulega szybkiej zmianie. Udział oszczędności zagranicznych w finansowaniu inwestycji krajowych szybko rośnie, co świadczy, że również i współczesna nam globalizacja rynków finansowych wpłynie korzystnie na rozwój gospodarki światowej<sup>7</sup>.

Zagadnienia powyższe, poza problematyką globalnej nierównowagi, często nie przyciągają większej uwagi ekonomistów, ponieważ dotyczą kwestii pozornie dość hermetycznych, specyficznych dla tematyki rynków finansowych. W rzeczywistości jednak są to zjawiska mające istotny, jeśli nawet tylko pośredni wpływ na bieg zdarzeń w gospodarkach poszczególnych krajów i całej gospodarki światowej.

Powstawanie globalnego systemu płynnych i bardzo zróżnicowanych rynków finansowych jest zjawiskiem jakościowo nowym. Współczesny globalny rynek finansowy oferuje zróżnicowane możliwości nie tylko inwestowania, ale także zabezpieczania się przed ryzykiem. Następuje swoista rewolucja w zarządzaniu ryzykiem. Zwiększają się nie tylko możliwości zabezpieczania się przed ryzykiem. Następuje nie tylko szybkie rozpowszechnienie się stosowania systemów monitorowania ryzyka. Instytucje finan-

sowe coraz powszechniej dostosowują wielkość podejmowanego ryzyka do wielkości posiadanych przez nie kapitałów. Podejmują z reguły tylko takie ryzyko, na jakie je stać. Ryzykują poniesienie tylko takich strat, które są w stanie pokryć z posiadanego kapitału. Wszystko to tworzy warunki, w których powtórzenie się masowych bankructw instytucji finansowych, jak miało to miejsce w okresie Wielkiego Kryzysu lat 1929–1933, czy nawet powtórzenia się kryzysów walutowych, których tak wiele wydarzyło się w poprzedniej dekadzie, staje się coraz mniej prawdopodobne.

## Inwestorzy instytucjonalni

Jako inwestorów instytucjonalnych określa się instytucje dokonujące długoterminowych inwestycji na rynku kapitałowym. Chodzi tu przede wszystkim o towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne oraz fundusze emerytalne. W opracowaniu zajmujemy się tylko jednym aspektem ich działalności; a mianowicie rolą, jaką odgrywają w rozwoju rynków kapitałowych w gospodarkach krajów wschodzących.

Największy rynek kapitałowy funkcjonuje od dawna w Stanach Zjednoczonych. Dlatego największy wpływ na globalizację rynków akcji miały zmiany, jakie zachodziły w strategiach inwestycyjnych amerykańskich instytucji finansowych. Okresem, gdy teoria portfela Harrego Markowitza zaczęła być powszechnie akceptowana przez inwestorów, były lata 70. Stało się tak zwłaszcza po tym, jak William Sharpe wykazał, że optymalnym portfelem, który oferuje najbardziej korzystną relację oczekiwanego dochodu do ryzyka jest po prostu portfel rynkowy, którego struktura odzwierciedla strukturę podaży papierów na danym rynku finansowym<sup>8</sup>. Rynkowe portfele aktywów stały się powszechnie stosowanym punktem odniesienia w strategiach inwestorów instytucjonalnych. Amerykańskie instytucje finansowe nie od razu kupowały akcje zagranicznych spółek. Z czasem jednak tak właśnie się działo, ponieważ okazało się to skutecznym sposobem dywersyfikacji portfeli i poprawy relacji dochodu do ryzyka. Badania empiryczne wykazały, że włączenie do portfela akcji amerykańskich 10% akcji zagranicznych zwiększało oczekiwaną stopę zwrotu 12% do 13,6% przy jednoczesnym spadku jej zmienności 18,3% do 17,5%<sup>9</sup>.

Na wstępie powiedzieliśmy, że globalizacja wpłynęła korzystnie na rozwój rynków finansowych, ponieważ sprzyjała zwiększaniu się ich płynności. W przypadku rynku akcji globalizacja przyniosła jeszcze jedną korzyść. Stała się czynnikiem sprzyjającym rozwojowi i umacnianiu w różnych krajach instytucji nadzoru właścicielskiego.

Nadzór właścicielski to system takich norm prawnych i zasad postępowania inwestorów instytucjonalnych oraz zarządów spółek giełdowych, który umożliwia akcjonariuszom sprawowanie efektywnego nadzoru nad decyzjami zarządów spółek<sup>10</sup>. By nadzór właścicielski mógł być skuteczny, spółki muszą spełniać dostatecznie wymagające standardy informacyjne, podając do publicznej wiadomości taki zestaw informacji,



który pozwala akcjonariuszom obiektywnie ocenić sytuację danej spółki. Skuteczność nadzoru właścicielskiego wymaga także, by były przestrzegane prawa właścicieli mniejszościowych, ponieważ zwłaszcza oni kierują się tylko kryterium maksymalizacji wartości spółki.

Globalizacja rynków finansowych jest czynnikiem wzmacniającym instytucje nadzoru właścicielskiego, ponieważ kraj, który chce przyciągnąć kapitał zagraniczny na swój rynek giełdowy, musi zapewnić inwestorom dostęp do pełnej i wiarygodnej informacji o firmach emitujących papiery wartościowe oraz odpowiednią ochronę prawną. Chodzi tu o obowiązywanie w danym kraju międzynarodowych standardów rachunkowości i sprawozdawczości oraz przepisów chroniących prawa właścicieli mniejszościowych. Inwestor instytucjonalny musi wiedzieć, „co” kupuje. Musi także mieć gwarancję, że będzie mógł skutecznie dochodzić praw, jakie uzyskuje, kupując na przykład akcje. Ocena skuteczności instytucji nadzoru właścicielskiego w określonym kraju jest jednym z głównych czynników, jakie inwestorzy biorą pod uwagę, podejmując decyzje o zakupie zagranicznych papierów wartościowych<sup>11</sup>.

Umacnianie nadzoru właścicielskiego sprzyja poprawie efektywności spółek giełdowych w danym kraju, a tym samym sprzyja wzrostowi gospodarczemu<sup>12</sup>. Z punktu widzenia rozwoju rynków krajów wschodzących nacisk zagranicznych inwestorów instytucjonalnych na umacnianie instytucji nadzoru właścicielskiego jest tym bardziej korzystny, że oczekują oni od krajów wschodzących, iż będą wprowadzały takie same zmiany, jakie zachodzą w ostatnich latach na rynkach rozwiniętych. Jedną z takich zmian jest stosowanie o wiele bardziej dotkliwych – niż jeszcze było to całkiem niedawno – sankcji wobec zarządów, które publikują o swych firmach informacje mogące wprowadzić w błąd inwestorów<sup>13</sup>.

Doświadczenia wielu krajów, w tym również Polski, wskazują jednak, że sam napływ kapitału zagranicznego nie wystarczy dla rozwoju krajowego rynku giełdowego. Problem płynności dotyczy jednak nie tylko do całego rynku, ale także poszczególnych papierów. Między innymi sytuacja na naszej giełdzie papierów wartościowych pokazuje, że inwestorzy zagraniczni ograniczają się na rynkach wschodzących do zakupu stosunkowo małej liczby papierów; tylko tych, które są płynne. Sytuacja taka jest łatwo zrozumiała. Inwestorzy kupują płynne papiery wartościowe, by mieć możliwość ich odsprzedaży w dowolnym momencie bez obawy, że poniosą straty w wyniku wywołanego sprzedażą spadku ceny<sup>14</sup>.

Aktywność inwestorów zagranicznych sprzyja poprawie płynności rynku akcji, jakkolwiek doświadczenia warszawskiej GPW są przykładem, że zakupy dużych pakietów akcji krajowych przez inwestorów zagranicznych mogą także ograniczać ilość akcji dostępnych na rynku, co przejściowo zmniejsza jego płynność.

Zwiększanie liczby płynnych papierów zależy w dużej mierze od rozwoju krajowego sektora finansowego oraz od podaży akcji dużych przedsiębiorstw, ponieważ tylko ich papiery mają szansę, by stały się prawdziwie płynne. W przypadku Polski szansę na

zwiększenie liczby płynnych papierów stwarzałyby kontynuacja prywatyzacji poprzez giełdę oraz przyciągnięcie na warszawski parkiet dużych spółek z krajów naszego regionu. Istotnym problemem strukturalnym, który wpływa na funkcjonowanie warszawskiej GPW jest to, że wzrost podaży akcji na nie nadążał za rosnącym popytem na akcje ze strony OFE, co ma oczywisty wpływ na płynność krajowego rynku akcji.

Problem funkcjonowania w określonym kraju dostatecznie dużego i płynnego rynku giełdowego jest kwestią ważną nie tylko z punktu widzenia instytucji finansowych, lecz także przedsiębiorstw krajowych; zwłaszcza tych, które ze względu na swą wielkość lub charakter działalności nie mogą liczyć na pozyskanie kapitału na rozwój w bankach.

Współcześnie nowe przedsiębiorstwa powstają w tych działach gospodarki, w których liczy się głównie kapitał ludzki. Firmy tego rodzaju nie mają często aktywów, które mogłyby przedstawić w banku pod zastaw zaciąganej pożyczki. Ryzyko związane z finansowaniem powstawania nowych przedsiębiorstw może podjąć rynek kapitałowy, ponieważ jest ono na nim silnie rozproszone, a fundusze inwestycyjne, które kupują akcje, same nie podejmują ryzyka, przenosząc je na swych klientów.

Istnienie w danym kraju płynnego rynku giełdowego jest ważne nie tylko dla firm, które znajdują się w takim stadium rozwoju, że są w stanie spełnić wymogi związane z publiczną emisją akcji. Istnienie płynnego rynku giełdowego jest ważne także dla nowych firm, które tych wymogów nie są jeszcze w stanie spełnić, a ich szansą jest uzyskanie kapitału na rynku *venture capital*. Jest tak dlatego, że fundusze bezpośredniego inwestowania są gotowe angażować się kapitałowo w danym kraju, jeśli istnieje możliwość zakończenia inwestycji poprzez sprzedaż na giełdzie firmy, którą wcześniej doprowadzają do takiej fazy rozwoju, by mogła stać się spółką emitującą akcje na rynku publicznym.

Z punktu widzenia rozwoju lokalnych rynków giełdowych globalizacja stwarza nie tylko szanse, ale także zagrożenia; głównie w postaci „ucieczki” płynności w wyniku przeniesienia się dużych spółek na największe międzynarodowe giełdy. Jak widać, zapobieżenie temu zagrożeniu jest ważne z punktu widzenia rozwoju sektora małych i średnich firm w danym kraju.

## Banki

Jak już stwierdziliśmy, globalizacja sprzyjała powstawaniu nowych rynków finansowych. Stwarzała bowiem warunki, w których nowo powstający rynek finansowy miał szansę stosunkowo szybko stać się płynny, co stwarzało łatwość zawierania na nim transakcji.

Jednym z rynków finansowych, którego rozwojowi sprzyjała globalizacja, był rynek obligacji przedsiębiorstw. Spowodowało to, że dla dużych przedsiębiorstw tańsze stawało się zaciąganie pożyczek nie w bankach, lecz bezpośrednio na rynku kapitałowym; na

drodze emisji obligacji. Niższe oprocentowanie pożyczek zaciąganych na rynku obligacji wynika stąd, że dla banku udzielenie pożyczki wiąże się z większym ryzykiem, niż ma to miejsce w przypadku zakupu obligacji. Udzieleniu „zwykłej” pożyczki towarzyszy kosztowna analiza określonej firmy, a jeśli pogorszy się jej sytuacja, to udzielonej pożyczki nie da się łatwo odsprzedać. W przypadku zakupu obligacji można polegać na ocenach agencji ratingowych, a samą obligację można bez trudu odsprzedać na rynku wtórnym.

Na relatywnie niskie (w stosunku do pożyczek bankowych) oprocentowanie obligacji komercyjnych wpływa także to, że kupując je w dużych ilościach fundusze inwestycyjne, a więc instytucje, które same nie podejmują ryzyka (przenosząc je na swych klientów), co sprawia, że są one gotowe akceptować relatywnie niskie oprocentowanie. Preferowanie przez duże firmy zaciągania pożyczek na rynku obligacji wynikało także z ich dążenia do wyzwolenia się spod kurateli banków<sup>15</sup>.

Gdy rozwijające się rynki obligacji przedsiębiorstw „ukradły” bankom komercyjnym najlepszych klientów, musiały one gdzie indziej szukać źródeł dochodów. Szukają ich na rynkach finansowych. Jest tak dlatego, że globalizacja „wypchnęła” wprawdzie banki częściowo z rynku kredytowego, ale stworzyła jednocześnie – stymulując rozwój rynków finansowych – znacznie szersze niż w przeszłości pole dla aktywności dealin-gów bankowych.

W całkiem niedawnej jeszcze przeszłości dealingi banków oferowały swym klientom głównie możliwość zawierania transakcji na rynku pieniężnym, umożliwiając im w ten sposób zarządzanie płynnością. Zawierały także tradycyjnie transakcje na rynku walutowym, umożliwiając swym klientom wymianę walut oraz zabezpieczanie się przed ryzykiem kursowym. Globalizacja, powodując szybkie zwiększenie się liczby płynnych rynków finansowych, umożliwiła dealingom banków zwiększanie ilości „sprzedawanych” przez nie instrumentów finansowych.

Przykładem tego był także polski rynek finansowy. Gdy w 1998 r. w ramach drugiego etapu liberalizacji obrotów dewizowych inwestorzy zagraniczni uzyskali możliwość zawierania na polskim rynku transakcji terminowych, nastąpił bardzo szybki rozwój szeregu rynków instrumentów pochodnych, dzięki czemu zwiększyła się różnorodność oferowanych przez banki instrumentów finansowych<sup>16</sup>.

Globalizacja umożliwiła nie tylko zwiększenie się liczby płynnych rynków finansowych. Umożliwia ona także funkcjonowanie rynków, których płynność jest w stanie „podtrzymać” jedynie globalny rynek finansowy.

Przykładem tego jest rynek swapów procentowych (*IRS – interest rate swap*), umożliwiający zabezpieczanie się przed ryzykiem zmian długoterminowych stóp procentowych. Spekulacja, podtrzymująca płynność rynku *IRS*, odbywa się głównie na londyńskim rynku finansowym, stanowiącym centrum globalnego rynku międzybankowego. Przyczyną tego stanu rzeczy jest to, że tylko na londyńskim rynku finansowym znajduje się duża liczba dużych banków posiadających dostateczną wiarygodność i dostatecznie duże kapitały, by mogły uczestniczyć w przeprowadzaniu transakcji spekulacyjnych na

rynku kontraktów IRS, które mają wieloletnie terminy zapadalności. Płynność londyńskiego rynku kontraktów IRS umożliwia łatwe zabezpieczenie się przed ryzykiem stopy procentowej przez podmioty gospodarcze we wszystkich krajach Europy Wschodniej, na których stopy procentowe opiewają kontrakty IRS.

Innym przykładem rynku instrumentów pochodnych, który od razu rozwinął się jako rynek globalny, ponieważ dawało to potrzebną mu płynność, jest rynek pochodnych kredytowych (chroniących przed ryzykiem niewypłacalności emitentów obligacji), którego rozwój i funkcjonowanie jest efektem aktywności stosunkowo niedużej grupy największych na świecie banków inwestycyjnych, które mają dostatecznie duże kapitały i dostatecznie rozwinięte systemy zarządzania ryzykiem, by pełnić rolę „producentów” i pośredników na rynku pochodnych kredytowych.

## Fundusze arbitrażowe

Do poprawy płynności rynków finansowych przyczyniają się tzw. fundusze zabezpieczone (*hedge funds*), których liczba w ciągu ostatniej dekady wzrosła z kilkuset do 8 tysięcy<sup>17</sup>. Fundusze arbitrażowe są w istocie produktem globalizacji<sup>18</sup>. Jest tak dlatego, że globalny rynek finansowy, z jego wielością płynnych rynków różnorodnych instrumentów finansowych, jest naturalnym środowiskiem, którego potrzebują fundusze arbitrażowe, by przeprowadzać dokonywane przez nie transakcje spekulacyjne. Tylko płynne rynki stwarzają możliwość, by można było na nie łatwo wchodzić i równie łatwo z nich wychodzić po przeprowadzeniu krótkoterminowych transakcji.

Nazwa „fundusze zabezpieczone” jest myląca, ponieważ chodzi tu o instytucje zajmujące się przeprowadzaniem krótkoterminowych transakcji spekulacyjnych<sup>19</sup>. Jest ona uzasadniona tylko o tyle, że są to instytucje, które często zabezpieczają się przed ryzykiem rynkowym, jakie wynika ze zmienności cen na rynkach finansowych. Jednocześnie jednak podejmują one inne rodzaje ryzyka i to w stopniu zwielokrotnionym, ponieważ bardzo często stosują dźwignię, co zwiększa wielkość ich potencjalnych strat w stosunku do wielkości posiadanych przez nie kapitałów<sup>20</sup>.

Bardziej adekwatna dla *hedge funds* byłaby nazwa „fundusze arbitrażowe”. Przemaszają za tym przynajmniej dwa powody. Po pierwsze, zabezpieczając się przed ryzykiem rynkowym, związanym z losowym charakterem krótkoterminowych wahań cen na rynkach finansowych, przeprowadzają one transakcje przeciwstawne, co w języku finansów określa się jako arbitraż<sup>21</sup>. Po drugie, codziennym języku rynków finansowych słowa arbitraż używa się na określenie bardzo różnorodnych transakcji, które mają na celu wykorzystanie nadarżających się okazji do osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu. A tym właśnie zajmują się instytucje, o których mowa.

W języku rynków finansowych „ponadprzeciętne” zyski to stopy zwrotu, które są wyższe od stóp zwrotu osiągniętych z portfela rynkowego. Na globalnym rynku za punkt

odniesienia uważa się stopę zwrotu osiąganą z pasywnego inwestowania w portfel akcji odzwierciedlający strukturę amerykańskiego rynku akcji, a więc indeks S&P500.

By przyciągnąć klientów i móc liczyć na wysokie opłaty za zarządzanie, fundusze arbitrażowe muszą wykazać się wyższymi stopami zwrotu niż oferuje pasywne inwestowanie na amerykańskim rynku akcji. By to, z kolei, osiągnąć, fundusze arbitrażowe muszą szukać możliwości osiągania zysków poza amerykańskim rynkiem akcji, który już od dawna jest na tyle rozwinięty i informacyjnie efektywny, że koszty zarządzania aktywnego – polegającego na próbach wyszukiwania i wykorzystywania anomalii cenowych – są przeciętnie rzecz biorąc większe niż zyski pojawiające się wtedy, gdy próby takie kończą się powodzeniem.

Efektywność informacyjna rozwiniętych rynków akcji powoduje, że fundusze arbitrażowe często szukają możliwości osiągania ponadprzeciętnych zysków poza największymi rynkami akcji i obligacji. Szukają rynków, które są już dostatecznie płynne, by dawało to swobodę zawierania krótkoterminowych transakcji spekulacyjnych, ale nie są jeszcze na tyle płynne, by były one w pełni informacyjnie efektywne, co zwiększa szanse na znalezienie anomalii cenowych i osiągnięcie ponadprzeciętnych zysków.

Relatywnie mniej płynne rynki mają także tę zaletę (z punktu widzenia funduszy arbitrażowych), że charakteryzuje je większa zmienność cen. Dlatego „załapanie się” na jakimś rynku wschodzącym na trend wzrostowy stwarza relatywnie większe szanse na ponadprzeciętne zyski. Przykładem była „łatwa spekulacja” (*no-brainer trade*) na wzrost kursu złotego w 2004 r. po naszym wejściu do Unii Europejskiej, które spowodowało znaczny spadek premii za ryzyko na polskim rynku walutowym<sup>22</sup>.

Największą korzyścią, płynącą z tego, że istnieją tysiące funduszy arbitrażowych, jest to, że ich transakcje spekulacyjne podtrzymują płynność wielu rynków finansowych, w tym zwłaszcza szeregu rynków instrumentów pochodnych, które umożliwiają zarządzanie ryzykiem w instytucjach finansowych i przedsiębiorstwach. Nie dość tego, sama natura działalności funduszy arbitrażowych sprawia, że przyczyniają się one do powstawania nowych płynnych rynków finansowych. Bierze się to stąd, że w poszukiwaniu *alfy* (ponadprzeciętnych zysków) fundusze arbitrażowe muszą „udawać się” na mniej płynne rynki finansowe, charakteryzujące się większą zmiennością cen oraz relatywnie większą łatwością znajdowania anomalii cenowych niż rozwinięte i płynne rynki finansowe. Rzecz jednak w tym, że gdy fundusze arbitrażowe wchodzi na takie rynki, zwiększa to z czasem ich płynność. To przyciąga na nie inne instytucje finansowe. Z czasem efektywność informacyjna rynku finansowego, a tym samym trudności znalezienia anomalii cenowych, rosną na tyle, że fundusze arbitrażowe przenoszą się na inne rynki finansowe, których rozwój przyspieszą bądź wręcz zapoczątkują<sup>23</sup>.

Obawy związane z aktywnością funduszy arbitrażowych biorą się stąd, że są one instytucjami, które są wciąż słabo nadzorowane. Istnieje zatem obawa, że mogą stać się przyczyną poważnych zawirowań na rynkach finansowych. Takie zagrożenie stworzył w swoim czasie LTCM. Rzecz jednak w tym, że fundusze arbitrażowe, mimo że dopiero



zaczynają być nadzorowane, i tak same stosują systemy mierzenia swych potencjalnych strat. Inne działania byłoby z ich strony wysoce nieracjonalne, ponieważ kończyłoby się w pewnym momencie nieuchronnym bankructwem.

LTCM też stosował system VaR (*Value at Risk*), dzięki któremu wiadano w funduszu, jaka jest wielkość jego potencjalnych strat. Rzecz jednak w tym, że VaR pozwala poznać wielkość potencjalnych strat, jakie może ponieść dana instytucja przy typowej dla danego rynku lub rynków zmienności cen. LTCM poniósł straty, których nie był w stanie pokryć z posiadanego kapitału, ponieważ wystąpił nieoczekiwany zbieg okoliczności, jakim był wybuch kryzysu walutowego w Rosji i jego nieoczekiwane silne reperkusje na amerykańskim rynku obligacji<sup>24</sup>.

Najbardziej prawdopodobne wydaje się zatem, że jeśli jest jakieś zagrożenie ze strony funduszy arbitrażowych, to raczej pojedyncze spektakularne ich bankructwa. Przykładem tego jest niedawny przypadek funduszu Amaranth, który stracił ostatnio 6 mld USD, podejmując niefortunne transakcje spekulacyjne na rynku kontraktów terminowych opiewających na dostawy gazu<sup>25</sup>. Przypadki tego rodzaju powodują rosnącą presję, by fundusze arbitrażowe zostały objęte ściślejszym nadzorem finansowym.

Większe problemy dla całego sektora mogłoby przynieść raczej tylko nieoczekiwane załamanie się cen na określonym rynku finansowym. Biorąc jednak pod uwagę wielość rodzajów funduszy arbitrażowych i dużą różnorodność stosowanych przez nie strategii inwestycyjnych, załamanie cen na jakimś określonym rynku przyniosłoby straty funduszom specjalizującym się w określonym rodzaju transakcji, lecz nie wywołałoby to masowych bankructw funduszy arbitrażowych. Ryzyko to maleje wraz ze wzrostem liczby funduszy arbitrażowych inwestujących w stale modyfikowany portfel strategii inwestycyjnych<sup>26</sup>.

Zmniejsza je również to, że szybko rośnie wielkość środków lokowanych w funduszach arbitrażowych nie tylko przez zamożnych inwestorów indywidualnych, lecz także przez inwestorów instytucjonalnych, łącznie z funduszami emerytalnymi. W chwili obecnej już prawie 36% środków ulokowanych w funduszach arbitrażowych stanowią pieniądze wpłacone przez inwestorów instytucjonalnych<sup>27</sup>. Inwestorzy instytucjonalni wymuszają z czasem na funduszach arbitrażowych podawanie informacji o wielkości ryzyka, jakie podejmują, ponieważ sami muszą informować nadzorujące je instytucje o tym, co „robią” fundusze, w których kupują udziały kapitałowe. Rezultatem tej sytuacji są podejmowane już inicjatywy tworzenia systemów nadzoru nad działalnością funduszy arbitrażowych<sup>28</sup>.

## Banki centralne

Powstanie dużego deficytu w bilansie handlowym Stanów Zjednoczonych oraz będących w dużej mierze jego odzwierciedleniem dużych nadwyżek w bilansach handlowych



krajów Azji, spowodowało, że szereg banków azjatyckich musiało zacząć odgrywać coraz bardziej kłopotliwą dla nich rolę inwestorów instytucjonalnych „przepompowujących” nadwyżki eksportowe swych krajów na amerykański rynek finansowy. W ostatnich zwłaszcza latach nastąpił bardzo szybki wzrost rezerw walutowych wielu krajów. Największe są rezerwy walutowe Chin, których wartość przekroczyła w tym roku 1 bilion USD.

Dla każdego banku centralnego szybki wzrost rezerw walutowych jest rzeczą kłopotliwą, ponieważ oznacza konieczność ponoszenia rosnących kosztów sterylizacji. Bank centralny, płacąc bankom za kupowane od nich waluty, zwiększa ich płynne rezerwy, których nadmiar musi potem od banków pożyczać, ponosząc coraz większe koszty odsetkowe. Jak dotąd, stopa referencyjna Banku Chin jest niższa od rentowności amerykańskich obligacji skarbowych, koszty operacji sterylizacyjnych są mniejsze od dochodów z rezerw walutowych. Rośnie jednak ryzyko, że podniesienie stóp procentowych przez Bank Chin, które może okazać się potrzebne dla schłodzenia nadmiernie rozgrzanej koniunktury, wywoła szybki wzrost kosztów sterylizacji.

Konieczność odgrywania przez banki centralne w Azji na bardzo dużą skalę roli inwestorów instytucjonalnych odzwierciedla w części niedostateczny stopień rozwoju rynków kapitałowych w regionie<sup>29</sup>.

Gdy w XIX wieku Anglia miała ogromne nadwyżki handlowe, podobnie jak dzisiaj Chiny, Bank Anglii, inaczej niż obecnie Bank Chin, nie „pękał w szwach” od wzrostu rezerw. Czynnikiem, który zapewniał stabilność rezerw walutowych Banku Anglii, był rozwinięty już wtedy londyński rynek kapitałowy. Nadwyżki wpływów eksportowych brytyjskich przedsiębiorstw były lokowane bezpośrednio w londyńskich bankach inwestycyjnych, które wykorzystywały je do finansowania zagranicznych inwestycji bezpośrednich i portfelowych. Azjatyckie przedsiębiorstwa nie mają takich możliwości ze względu na słabo jeszcze rozwinięte rynki kapitałowe. Dlatego azjatyckie przedsiębiorstwa nie mają najczęściej innej możliwości, jak sprzedać nadwyżki swych wpływów eksportowych krajowym bankom komercyjnym, a te – będąc zobowiązane przez nadzory bankowe do utrzymywania wyrównanych pozycji walutowych – nie mają innego wyjścia, jak sprzedać je bankom centralnym. Te, z kolei, kupują nadwyżki wpływów dewizowych od banków komercyjnych, ponieważ nie chcą lub nie mogą (jeśli stosują kurs stały, jak Chiny) dopuścić do znacznego wzrostu kursu waluty krajowej.

Wprawdzie, jak przypomnieliśmy wcześniej, banki centralne sterylizują wpływ wzrostu swych rezerw walutowych na wielkość bazy monetarnej, pożyczając od banków komercyjnych nadmiar ich płynnych rezerw, niemniej jednak banki komercyjne pożyczają bankowi centralnemu tę część swych płynnych rezerw, której przy danej stopie procentowej nie są w stanie ulokować na rynku. Powoduje to, że wzrost rezerw walutowych – mimo operacji sterylizacyjnych banków centralnych – jest przyczyną wzrostu podaży płynności w azjatyckich bankach oraz wzrostu ich akcji kredytowej<sup>30</sup>. To, z kolei, jest jedną z przyczyn dużej podaży płynności na globalnym rynku międzybankowym, co sprzyjało między innymi spekulacji na rynkach nieruchomości w różnych krajach.

Drugim czynnikiem związanym z bezprecedensową kumulacją rezerw walutowych w krajach azjatyckich, który sprzyjał do niedawna narastaniu bąbla spekulacyjnego na amerykańskim rynku nieruchomości, było to, że banki centralne muszą lokować przeważającą rezerw walutowych w obligacjach, a nie w akcjach, które są dla banków centralnych papierami zbyt ryzykownymi, by mogły być kupowane w dużych ilościach. Powoduje to, że całe „ciśnienie”, jakie na amerykański rynek kapitałowy wywierają zakupy papierów wartościowych, dokonywane przez azjatyckie banki centralne, skupia się na rynku obligacji. Stanowiło to czynnik sprzyjający utrzymywaniu się relatywnie niskiego poziomu długoterminowych stóp procentowych na rynku amerykańskim, a pośrednio na globalnym rynku finansowym.

Jednym z czynników, który przynajmniej złagodziłby problemy związane z szybką akumulacją rezerw walutowych w azjatyckich bankach centralnych, byłoby zatem przyspieszenie tempa rozwoju rynków kapitałowych w krajach mających duże nadwyżki eksportowe. Trudno jednak założyć, że proces ten będzie szybko następował, chociażby z tego względu, że nie są nim zainteresowane lokalne banki, dla których fundusze inwestycyjne stanowiłyby poważną konkurencję.

Brak, poza Japonią, rozwiniętych rynków kapitałowych w krajach nadwyżkowych jest jednym z czynników, które powodują, że banki centralne tych krajów muszą pełnić rolę globalnych inwestorów instytucjonalnych, do której nie są stworzone. Nie są do niej stworzone między innymi dlatego, że – w przeciwieństwie do „prawdziwych” funduszy inwestycyjnych – nie mogą przenieść całego ryzyka inwestycyjnego na swych klientów.

Fundusze inwestycyjne są instytucjami kupującymi papiery wartościowe na ryzyko swych klientów. Nie jest zatem dla nich problemem wielkość podejmowanego ryzyka. Są tylko pośrednikami. Z bankami centralnymi jest inaczej. Ich zadanie polega na utrzymywaniu rezerw walutowych, które są lokowane przede wszystkim w płynnych i mało ryzykownych papierach, jakimi są obligacje.

Nawet jeśli weźmiemy pod uwagę niemożność określenia optymalnej wielkości rezerw walutowych, to jest oczywiste, że banki centralne w Azji mają obecnie rezerwy walutowe znacznie przekraczające taki poziom. Rezerwy walutowe Banku Chin są nieomal tak duże jak kapitały posiadane przez wszystkie na świecie fundusze arbitrażowe<sup>31</sup>. Racjonalne byłoby zatem, by banki krajów nadwyżkowych zaczęły lokować rosnącą część swych rezerw walutowych w aktywa bardziej ryzykowne, co zwiększyłoby ich dochody, a dzięki efektowi dywersyfikacji nie wpłynęłoby znacząco na wielkość podejmowanego ryzyka<sup>32</sup>.

Tendencja taka zaczyna się pojawiać, niemniej jednak banki centralne ogranicza w tym względzie nie tylko brak doświadczenia w inwestowaniu na rynkach akcji, ale przede wszystkim sam charakter banków centralnych. Są one instytucjami, które z zasady nie powinny nadmiernie ryzykować, ponieważ ich ostatecznym „klientem” są podatnicy w danym kraju. Dlatego, między innymi, zaczynają pojawiać się propozycje,

by utworzyć międzynarodową instytucję finansową, która przejęłaby część ryzyka związanego z inwestowaniem rezerw walutowych krajów nadwyżkowych<sup>33</sup>.

## Podsumowanie

Globalizację rynków finansowych umożliwiła liberalizacja przepływów kapitałowych oraz postęp technologiczny. Głównym efektem globalizacji było powstanie wielu płynnych rynków finansowych, których coraz bardziej zróżnicowana mozaika tworzy rynek globalny.

Aktywność różnych instytucji finansowych w różny sposób wpływa na dynamikę i skutki procesu globalizacji rynków finansowych.

Aktywność inwestorów instytucjonalnych, operujących w skali globalnej, jest nie tylko czynnikiem zwiększającym płynność lokalnych rynków kapitałowych. Konieczność konkutowania o kapitał zagraniczny zmusza poszczególne kraje do dokonywania i promowania na swych rynkach zmian instytucjonalnych, które wzmacniają nadzór właścicielski, co sprzyja poprawie efektywności spółek giełdowych, a tym samym wzrostowi gospodarczemu. Rosnąca aktywność banków komercyjnych na rynkach finansowych umożliwiła dynamiczny rozwój rynków instrumentów pochodnych, co zwiększa możliwości łatwego i taniego zabezpieczania się przed ryzykiem. Aktywność funduszy arbitrażowych, mimo obaw związanych z brakiem efektywnego nad nimi nadzoru, także była czynnikiem sprzyjającym zwiększaniu się liczby płynnych rynków finansowych, a tym samym liczby instrumentów, które mogą być wykorzystywane w zarządzaniu finansowym.

Globalnymi inwestorami instytucjonalnymi, na kłopotliwą dla nich skalę, stały się w ostatnich latach banki centralne krajów nadwyżkowych. Zjawisko to jest w części konsekwencją tego, że w krajach nadwyżkowych (poza Japonią) rynki kapitałowe są za mało rozwinięte, by skutecznie „przepompowywać” nadwyżki dochodów eksportowych na rynki kapitałowe krajów deficytowych.

Mimo oczywistych korzyści, jakie przynosi globalizacja rynków finansowych, rodzi ona także obawy. Od samego początku są one związane ze zwiększoną mobilnością kapitałów krótkoterminowych. Początkowo obawy te dotyczyły możliwości występowania kryzysów walutowych. Liberalizacja krótkoterminowych przepływów kapitałowych umożliwiła gwałtowane ataki spekulacyjne przeciwko wielu walutom w latach 90. Stworzyła bowiem łatwość zaciągania pożyczek w walutach zagrożonych i ich natychmiastowej odsprzedaży; by odkupić je potem z zyskiem po spadku kursu walutowego. Obecnie relatywnie duże obawy wiążą się z operowaniem na globalnym rynku finansowym tysięcy funduszy arbitrażowych, które – z racji swej działalności – podejmują ryzykowne transakcje, a nie są jeszcze właściwie nadzorowane.

Ryzyko ataków spekulacyjnych trochę „przybladło” w wyniku rozpowszechnienia się zmiennych kursów walutowych, a przede wszystkim w następstwie rozpowszechnienia się stosowania przez banki na całym świecie systemów mierzenia potencjalnych strat i zarządzania ryzykiem. Coraz mniej jest krajów, w przypadku których silny spadek kursu waluty krajowej mogłyby wywołać kryzys bankowy, w wyniku czego zaburzenia na rynku walutowym mogłyby trwale pogorszyć sytuację w gospodarce krajowej.

Utrzymują się natomiast obawy związane z rosnącą rolą, jaką na globalnym rynku finansowym odgrywają fundusze arbitrażowe. Rzecz jednak w tym, że one także powszechnie stosują system mierzenia potencjalnych strat i zarządzania wielkością podejmowanego ryzyka, a ich akcjonariusze coraz skuteczniej domagają się rozwoju instytucji nadzoru właścicielskiego w sektorze. Dlatego co roku upadają wprawdzie kolejne fundusze arbitrażowe, jednakże głównie nie dlatego, że „bezsensownie” ryzykują, lecz dlatego, że „kończą” się im pomysły na strategię przynoszące ponadprzeciętne zyski. Powoduje to, że tracą klientów i dochody z opłat za zarządzanie, co sprawia, że „wypadają” z rynku.

Ekonomistów niepokoi utrzymująca się, duża zmienność cen aktywów mimo wyraźnego zmniejszenia się zakresu wahań koniunktury<sup>34</sup>. Sytuacja ta jest w części efektem sukcesu banków centralnych, które w wielu krajach zdołały trwale obniżyć inflację. „Ubocznym produktem” sukcesu banków centralnych był wzrost realnych stóp zwrotu z aktywów, co zwiększyło prawdopodobieństwo tworzenia się bąbli spekulacyjnych<sup>35</sup>. Wiąże się z ryzykiem, że banki centralne częściej niż w przeszłości mogą być zmuszane do stawania przed koniecznością zapobiegania powstawaniu bąbli spekulacyjnych.

W dyskusjach z tym związanych pojawia się coraz częściej postulat, by banki centralne uzależniały sposób prowadzenia polityki pieniężnej nie tylko od wymogu zachowania stabilności cenowej, ale także od wymogu zapobiegania tworzeniu się bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów<sup>36</sup>. Wprawdzie dyskusja o tym, jaką miałyby to przybrać formę instytucjonalną, jest trudna, niemniej jednak w ostatnich latach wiele banków centralnych ewidentnie uwzględniło w swej polityce stopy procentowej sytuację na rynku nieruchomości, co najbardziej było widoczne w przypadku banków centralnych Nowej Zelandii, Wielkiej Brytanii, Australii, Szwecji, a także Stanów Zjednoczonych.

---

## Przypisy

<sup>1</sup> Referat na konferencję pt. „Współczesne problemy finansów międzynarodowych” Kolegium Gospodarki Światowej SGH, 17 listopada 2006 r. Autor dziękuje Annie Krześniak, dr Krzysztofowi Rybińskiemu i dr Dobiesławowi Tymoczce za bardzo pomocne uwagi dotyczące opracowania.

<sup>2</sup> K. Rybiński, Globalizacja a rynki finansowe, [www.nbp.pl/publikacje/wyklady/rybinski-200406.pdf](http://www.nbp.pl/publikacje/wyklady/rybinski-200406.pdf)

<sup>3</sup> H. Markowitz, Portfolio Selection, „Journal of Finance” March 1952, s. 77–91.

<sup>4</sup> J. Madura, Financial Markets and Institutions, West Publishing Company, Saint Paul 1989, s. 7.

<sup>5</sup> The Influence of Credit Derivative and Structured Credit Markets on Financial Stability, Global Financial Stability Report, Chapter II, IMF, April 2006, s. 52.

<sup>6</sup> M. Obstfeld, K. Rogoff, The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause? NBER Working Paper 7777, 2000.

<sup>7</sup> M. Feldstein, Monetary Policy in a Changing International Environment: The Role of Capital Flows, NBER Working Paper, 2005.

<sup>8</sup> W.F. Sharpe, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk, „Journal of Finance” 1964, No 3, s. 425–442.

<sup>9</sup> G.R. Dobson, The Global Investor, Opportunities, Risks and Realities for Investors in the World Market, Probus Publishing Company, Cambridge 1995, s. 43.

<sup>10</sup> Raport dotyczący przestrzegania norm i kodeksów: Ocena nadzoru korporacyjnego w Polsce, Bank Światowy, czerwiec 2005.

<sup>11</sup> McKinsey Global Investor and Emerging Market Policymaker Opinion on Corporate Governance, OECD-World Bank Eurasian Corporate Governance Roundtable: The Value and Challenges of Good Corporate Governance, Kiev, Ukraine, May 2004.

<sup>12</sup> M.A. Kose, E. Prasad, K. Rogoff, S. Wei, Financial Globalization: A Reappraisal, NBER Working Paper, August 2006, [www.nber.org/papers/w12484](http://www.nber.org/papers/w12484).

<sup>13</sup> Z. Dube, K.E. Howell, Assessing Corporate Governance and the London Stock Exchange: A Historical Analysis, w: T. Kowalski, S. Letza, Corporate Governance and Institutions: A Pan-European Perspective, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2006.

<sup>14</sup> J.H. Edison, F.E. Warnock, US Investors' Emerging Market Equity Portfolios: A Security-Level Analysis, IMF, January 2003, s. 24.

<sup>15</sup> R.G. Rajan, L. Zingales, Banks and Markets: The Changing Character of European Finance, w: The Transformation of the European Financial System, red. V. Gaspar, P. Hartman, O. Sleijpen, European Central Bank, Frankfurt 2003, s. 175.

<sup>16</sup> A. Sławiński, Rozwój rynków finansowych a stabilność systemu finansowego gospodarki, Studia Ekonomiczne nr 1–2, INE PAN, Warszawa 2003, s. 67–80.

<sup>17</sup> Capitals of Capital, „The Economist” August 31, 2006.

<sup>18</sup> J. Loeys, L. Fransolet, Have Hedge Funds Eroded Market Opportunities? J.P. Morgan, London 2004, s. 5.

<sup>19</sup> P. Krugman, The Return of Depression Economics, The Penguin Press, London 1999, s. 119.

<sup>20</sup> A. Sławiński, *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006, s. 93–98.

<sup>21</sup> Słowo „arbitraż” odnosi się nie tylko do klasycznego (pozbawionego ryzyka) arbitrażu, ale także do spekulacji stabilizującej, której ryzyko jest zmniejszane poprzez dokonanie transakcji przeciwstawnej. Zob. np. M. Friedman, *The Case for Flexible Exchange Rates*, w: *Essays In Positive Economics*, University Press, Chicago 1953.

<sup>22</sup> K. Rybiński, *Outlook for Poland's economic and financial situation*, Speech at Annual Meeting of the Association of Chartered Certified Accountants (ACCA), Warsaw, 18 May 2006.

<sup>23</sup> A. Sławiński, *Rycerze Alfy*, „Rzeczpospolita” 11.08.2006, s. B4.

<sup>24</sup> A. Sławiński, *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006, s. 59–60.

<sup>25</sup> Hedge Funds. Flare-up, „The Economist” September 23, 2006.

<sup>26</sup> W. Fung, *Hedge funds Alphas and Betas: What we have learned and what are the risk management implications?* CEPR Roundtable, June 6, London 2006.

<sup>27</sup> S. Scholtes, *Market Insight: Hedge funds performance could disappoint*, „Financial Times”, October 11, 2006.

<sup>28</sup> Report of the Alternative Investment Expert Group to the European Commission: *Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe*, European Commission Internal Market and Services DG, July 2006.

<sup>29</sup> Y. Kim, I.S.M. Ho, M. Giles, *Developing Institutional Investors In People's Republic of China*, The World Bank, September 2003.

<sup>30</sup> M.S. Mohanty, P. Turner, *Foreign exchange reserve accumulation in Emerging markets: what are domestic implications?* BIS Quarterly Review, September 2006, s. 43.

<sup>31</sup> Duży wpływ funduszy arbitrażowych na rynki finansowe wynika stąd, że stosują one dźwignie finansowe, co powoduje, że nominalna wielkość zawieranych przez nie transakcji wielokrotnie przewyższa posiadane przez nie kapitały.

<sup>32</sup> S.J. Fisher, M.C. Lie, *Asset Allocation for Central Banks: Optimally Combining Liquidity, Duration, Currency and Non-Government Risk*, w: *Risk Management For Central Bank Foreign Reserves*, red. C. Bernadell, P. Cardon, J. Coche, F.X. Diebold, S. Manganelli, ECB, Frankfurt 2004, s. 75–91.

<sup>33</sup> L.H. Summers, *Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation*, L.K.Jha Memorial Lecture, Reserve Bank of India, March 2006.

<sup>34</sup> K. Rogoff, *Impact of Globalization on Monetary Policy*, referat na konferencję Banku Rezerwy Federalnej w Kansas City: „The New Economic Geography: Effects and Policy Implications”, Jackson Hole, Wyoming, August 24–26, 2006, s. 12–13.

<sup>35</sup> Ch. Goodhart, F. Cappie, S. Fisher, N. Schnadt, *The Future of Central Banking*, Cambridge University Press, 1994, s. 31.

<sup>36</sup> R.W. White, *Is Price Stability Enough?* BIS Working Paper, No 205, April 2006.



\* \* \*

## **The role of institutional investors, banks and arbitration funds in global financial market development (Summary)**

Globalization of financial markets is to a significant extent a result of foreign exchange liberalization and technological advance. Foreign exchange liberalization opened possibilities for transaction on the markets of various countries. Technological advance facilitated radical lowering of the costs of transactions initiating and settling up. A spatial distance between the parties settling a deal has become insignificant. A drastic drop in the costs of access to information and processing created conditions where a foreign investor and local investors have practically the same information on the particular country's financial market as local.

Globalization radically changed financial markets. Its most spectacular effect is the appearance of a large number of liquid financial markets, i.e. the ones characterised with facileness and low costs of transactions settling. Not long ago, textbooks on financial markets informed that even in the United States – where the importance of bonds (securities) was always significantly higher – high liquidity characterised only foreign exchange markets, stock markets, and treasury bill markets, while liquidity of other markets was relatively low. Since the last decade of the twentieth century, the number of liquid financial markets has been growing quickly.

The Author focuses on financial markets and discusses the role of various financial institutions in development of the global financial market. He presents the influence of institutional investors on development of local capital markets, and discusses the role of banks in development of derivative instruments markets and arbitration funds. The Author concludes with the thesis of insufficient development of the financial sector on the global scale which manifests itself in rapidly growing currency reserves of several central banks.