

Rynki finansowe jako rosnąca siła w przestrzeni transnarodowej

MAŁGORZATA SMAGOROWICZ

Po upadku amerykańskiego Banku Inwestycyjnego *Lehman Brothers* Mervin King, szef Banku Anglii powiedział, że globalne banki są globalne za życia, ale narodowe po śmierci. Ta szeroko cytowana diagnoza¹ charakteryzuje jedną z cech współczesnych rynków finansowych – ich operacyjną transnarodowość, przy jednoczesnym osadzeniu w prawnych reżimach narodowych. J. Stiglitz i B. Grunewald podkreślają, że zainteresowanie ekonomią monetarną, ze względu na brak realnych jej efektów raz jest żadne, a następnie totalne². Takie fale zainteresowania, lub też kompletnego jego braku, charakteryzowały w przeszłości relacje rządów i rynków finansowych. Nadzór nad ich regulacją i funkcjonowaniem państwa powierzały bankom centralnym i wyspecjalizowanym organom nadzorczym na poziomie narodowym i międzynarodowym³. Jednak dwa ostatnie kryzysy spowodowały, że rządy wielu państw zwróciły uwagę na rosnący wpływ rynków finansowych.

Temat *Rynki finansowe jako rosnąca siła w przestrzeni transnarodowej*, choć nawiązuje do ostatniego kryzysu, został podjęty aby poprzez analizę wywołanych nim, zaburzeń podjąć również próbę określenia podmiotowości rynków finansowych w społeczności międzynarodowej, jako elementu bifurkacji podmiotowej struktury społeczności międzynarodowej⁴.

Analizie zostanie poddany wycinek złożonej, hybrydowej rzeczywistości międzynarodowej⁵. Mając świadomość ułomności i liczne uproszczenia, których należy dokonać na tak podstawowym poziomie analizy, uważamy podjęcie tego tematu w piątym roku trwania kryzysu za istotne. W celu zbadania relacji pomiędzy państwami, a rynkami finansowymi w przestrzeni transnarodowej zostają postawione następujące pytania:

- ☞ czy rynki międzynarodowe można uznać za podmiot stosunków międzynarodowych?
- ☞ jakie relacje/procesy zachodzą pomiędzy państwami, a rynkami finansowymi w przestrzeni transnarodowej?
- ☞ czy rynki finansowe staną się stałym elementem późnowestfalskiego ładu międzynarodowego⁶?

Zdaniem Edwarda Halizaka „emanacją tego co polityczne i ekonomiczne są dwie centralne kategorie pojęciowe: władza i rynek”⁷. Podkreśla on również, iż relacje między państwem, a rynkiem określa jako współzależne i charakteryzujące się sprzecznością, współdziałaniem i koegzystencją⁸. Analiza ostatniego kryzysu finansowego wskazuje na istnienie wszystkich wymienionych cech.

Od upadku banku *Lehman Brothers*, który według sprawozdania finansowego na koniec listopada 2007 roku zarządzał aktywami o wartości 4,95% PKB USA⁹, *rynki finansowe* pojawiają się jako pomiot i przedmiot w wypowiedziach polityków, najczęściej w konotacji negatywnej. Niemal w piątą rocznicę upadku Lehmana kanclerz Angela Merkel¹⁰ podczas spotkania działaczy CSU w Abensberg w Bawarii we wrześniu 2012 roku nie tylko zarzuciła rynek „podgrzewanie kryzysu finansowego w Europie, w chwili gdy politycy są zmuszeni do starania się o głosy wyborców, żeby zmniejszyć poziom zadłużenia krajów i uciec z zasięgu wzroku inwestorów”, ale dodała również, że przez ostatnie lata „rynki nie służyły ludziom”¹¹. Podkreśliła również, że należy pozbawić rynki siły, którą dysponują. Słowa te padały, mimo iż 12 września 2012 roku rynki bardzo pozytywnie wyceniały politykę i gospodarkę niemiecką: stopa zwrotu na indeksie DAX od początku roku wyniosła 18,72% YTD, rentowność 10-letniej obligacji wyniosła 1,61%, a obligacje rządu niemieckiego miały najwyższy możliwy rating inwestycyjny, zaś poziom nadwyżki w rachunku bieżącym za pierwszych 6 miesięcy 2012 roku wyniósł 78,7 miliarda euro, czyli 5,85% PKB¹². Sytuacja gospodarcza Niemiec była najlepszą w Europie i pod wieloma wskaźnikami lepsza niż pozycja USA.

Tabela 1. Podstawowe wskaźniki gospodarczo-finansowe dla wybranych krajów:

	YTM 10Y BONDS	RATING OBLIGACJI RZĄDOWYCH	CENTRAL BANK RATE	C/A jako % PKB	DEBT/GDP ratio na koniec 2011
Niemcy	1,61%	Moody's Aaa Fitch AAA	0,75%	+5,85%	80,5%
Hiszpania	5,61%	Moody's Baa3 Fitch BBB	0,75%	-3,7%	69,3%
Włochy	5,06%	Moody's Baa2 Fitch A-	0,75%	-3,3%	120,7%
USA	1,74%	Moody's Aaa S&P AAA, Fitch AAA	0,25%	-3,3%	103,5%

Źródło: Bloomberg, Obliczenia własne na bazie danych z Eurostat epp.eurostat.ec.europa.eu, dostęp 7 XI 2012r.

Problemem dla kanclerz Merkel nie była więc sytuacja gospodarcza, ale sytuacja polityczna wynikająca ze zmiany wyceny rynkowej – wyceny dokonanej przez rynki finansowe aktywów innych państw – przede wszystkim Włoch i Hiszpanii (pięć lat wcześniej -12 IX 2007 roku – dochodowość 10-letnich obligacji Niemiec, Hiszpanii i Włoch była następująca: dla Niemiec, 4,12%, dla Włoch 4,43% i dla Hiszpania 4,28%¹³ – rynek postrzegał więc ryzyko kredytowe rządów tych krajów podobnie).

Rynki Finansowe pojawiły się również w raporcie agencji Moody's oceniającej długoterminowy rating inwestycyjny Hiszpanii. 16 października 2012 roku agencja ratingowa Moody's opublikowała raport oceniający ryzyko kredytowe hiszpańskich obligacji rządowych. Utrzymując ocenę na poziomie Baa3¹⁴, ale z perspektywą negatywną agencja Moody's swoją decyzję uzasadniła następująco¹⁵: „Agencja Moody's ocenia, iż ryzyko własne Hiszpanii polegające na braku dostępu do rynku finansowego zostało znacząco zmniejszone poprzez możliwość zakupu hiszpańskich obligacji rządowych bezpośrednio przez Europejski Bank Centralny(...). Wskazał więc na istnienie innego źródła popytu niż rynek. Innego – w tym przypadku rządowego i od rynku niezależnego – i podejmującego decyzje w oparciu o inne kryteria (choć jednocześnie na ten rynek wpływającego poprzez politykę pieniężną).

Według Roberta O. Keohane i Josepha S. Nye, gdy badacze zajmujący się międzynarodowych stosunkach finansowymi (monetarnymi) często ich nie definiują uważając, że wskazanie samego obszaru już wystarczy¹⁶. Podobną sytuację mamy w odniesieniu do pojęcia *rynki finansowe*. W literaturze ekonomicznej rynki finansowe są najczęściej definiowane albo bardzo ogólnie, albo poprzez opisanie mechanizmu rynkowego. I tak F. Mishkin i S. Eakins, określają rynki finansowe jako te rynki, na których fundusze są transferowane od osób mających ich nadwyżkę do osób, które mają ich niedobór¹⁷. Wskazują też na fakt, iż poszczególne segmenty rynków finansowych, takie jak rynki obligacji i akcji, są kluczowe dla wzrostu efektywności gospodarczej poprzez przesunięcie funduszy od osób, które nie są w stanie zwiększać ich efektywności, do tych, którzy to potrafią. Siłami napędowymi rynków finansowych są instytucje finansowe, bez których nie mogłaby dochodzić do transakcji wymiany funduszy¹⁸. Rynki finansowe są więc również systemem tworzonym przez instytucje takie jak instytucje/korporacje prywatne takie jak: banki komercyjne, banki inwestycyjne, ubezpieczycie, fundusze inwestycyjne, korporacje finansowe – i wszystkie są podmiotami szczególnie regulowanymi przez państwo¹⁹. Uważa się, że do podstawowych funkcji, jakie spełniają rynki finansowe należą²⁰:

– kształtowanie poziomu cen instrumentów finansowych,

- wycena aktywów finansowych,
- umożliwianie arbitrażu cenowego,
- gromadzenie kapitału na nowe przedsięwzięcia (w postaci akcji, obligacji, kredytów),
- rozliczanie transakcji finansowych,
- inwestowanie,
- zarządzanie ryzykiem finansowym.

Wyłania się więc obraz rynków finansowych pełniących rolę bezosobowych pośredników alokujących kapitał. Jednak w procesie alokacji kapitału punktem wyjściowym jest analiza stopy wolnej od ryzyka²¹, za którą uważa się stopę zwrotu z rządowych papierów wartościowych. Stopa wolna od ryzyka jest również elementem bazowym w modelach mierzących efektywność i ryzyko inwestycji.

Wyróżniamy dwa podstawowe modele zarządzania aktywami:

1. model bazującym na relatywnej stopie zwrotu (*relative return*), gdzie stopa zwrotu z inwestycji odnoszona jest do wybranego *benchmarku*. Model ten bazuje na Modelu Wyceny Aktywów Kapitałowych (*Capital Assets Pricing Model*) i wymaganej stopie zwrotu z kapitału²² i zakłada, że stopa zwrotu z inwestycji powinna być wyższa niż stopa zwrotu z wybranego benchmarku²³. Jeżeli stopa zwrotu z *benchmarku* jest ujemna to sukcesem określane są mniejsze straty;
2. model bazujący na absolutnej stopie zwrotu (*absolut return*) – zakładający wyznaczenie minimalnej akceptowanej stopy zwrotu dla danego inwestora, a więc nie akceptującym (choć nie wykluczającym) strat z inwestycji²⁴.

U podstaw pojęcia „Stopa wolna od ryzyka” (*risk free rate*) leży założenie, iż długi rządów mają najwyższą wiarygodność spośród zobowiązań wszystkich podmiotów w danym kraju, a w konsekwencji są obarczone najniższym ryzykiem bankructwa, które jest odzwierciedlone w ocenach agencji ratingowych²⁵. Rynki finansowe do pewnego momentu oceniają ryzyko, a następnie gdy nie mają więcej informacji pozostaje tylko wycena niepewności, której modelami wycenić nie można, co podkreśla Andrew Crocket²⁶. Skutkuje to brakiem popytu i/lub wyprzedają danych aktywów.

Właśnie ten mechanizm rynkowej wyceny ryzyka, a raczej awersji do ryzyka spowodowała, że rynki finansowe zaczęły być postrzegane jako gracz na scenie politycznej, a nie jako niezaangażowany w politykę element gospodarki rynko-

wej, dążący do jak najefektywniejszej alokacji środków i zwiększania bogactwa osób, które powierzyły im swój kapitał²⁷. Intensywność interakcji pomiędzy polityką a światem finansów po upadku banku *Lehman Brothers* wskazuje na coraz ściślejsze więzi pomiędzy tymi obszarami²⁸. Ponieważ decyzje są podejmowane przez ludzi, relacja między rynkami finansowymi funkcjonującymi w przestrzeni transnarodowej, a rządami jest relacją między dwoma grupami osób. Coraz częściej bowiem rynki finansowe są przedmiotem analizy behawioralnej²⁹.

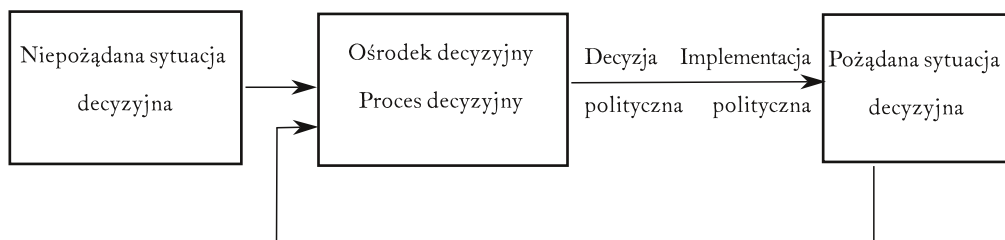
Takie podejście pozwala na podjęci próby zdefiniowania rynków finansowych jako uczestnika stosunków międzynarodowych w sposób następujący:

Rynki finansowe to grupy osób zatrudnionych w wyspecjalizowanych instytucjach finansowych, mające mandat do podejmowania decyzji o wycenie i alokacji (kupnie, sprzedaży, zabezpieczeniu) aktywów/instrumentów finansowych w imieniu tych instytucji na ich rachunek własny lub zlecenie osób prywatnych i prawnych, które ma mocy umów powierzyły im aktywa pieniężne w zarządzanie. Transakcje tych osób są efektem procesu decyzyjnego opartego o ich wiedzę, dostępne informacje i regulacje prawne dotyczące systemu finansowego danego państwa i/lub obszaru. Celem tej grupy osób jest maksymalizacja stopy zwrotu z inwestycji przy zaakceptowanym poziomie ryzyka inwestycyjnego lub optymalna alokacja kapitału przy wykorzystaniu instrumentów finansowych bądź minimalizacja straty w przypadku niemożliwości oszacowania ryzyka. Osoby te działają zgodnie z powierzonymi im przez instytucję finansową mandatem³⁰.

*Relacje/procesy zachodzą pomiędzy państwami, a rynkami finansowymi
w przestrzeni transnarodowej*

Decyzje inwestycyjne są elementem procesu inwestycyjnego, którego przebieg jest zbliżony jest do procesu decydowania politycznego. Do jego analizy można zastosować takie same kategorie analizy decyzyjnej. Ziemowit Jacek Pietraś wyróżnia pięć podstawowych kategorii politologicznej analizy decyzyjnej: sytuacja decyzyjna, ośrodek decyzyjny, proces decyzyjny, decyzja polityczna i implementacja polityczna³¹, co ilustruje wykres 1.

Rynki finansowe również posługują się tym procesem odnosząc sytuację decyzyjną do relacji pomiędzy poziomem oczekiwanych zysków i akceptowanego ryzyka³². Proces podejmowania decyzji zaczyna się i przebiega nieskończenie, aż do momentu wycofania środków przez inwestora (indywidualnego lub korporacyjnego). W swej nieskończoności jest tożsamy z decydowaniem politycznym. Dla rynków finansowych niepożądaną sytuacją decyzyjną na rynku obligacji rządowych jest wzrost poziomu ryzyka poza poziom akceptowany. Skrajnym efektem awersji do ryzyka jest brak popytu na dług danego państwa. Do ostat-



niego kryzysu zadłużeniowego uznawano obligacje rządowe jako wolne od ryzyka kredytowego³³.

Jak już wspomniano, dla zglobalizowanych rynków finansowych podstawowym źródłem informacji o ryzyku inwestycji w obligacje rządowe są ratingi przyznawane przez agencje ratingowe. Jednak jest to zjawisko stosunkowo nowe. W 1975 agencja *Standard & Poors* jako pierwsza oceniła ryzyko bankructwa państw i oceniała siedem krajów, z których każdy otrzymał rating inwestycyjny³⁴. Od tego momentu liczba ocenianych krajów rośnie³⁵: na początku 2000 roku agencje z „wielkie trójki” oceniały następującą liczbę krajów: Moody’s 93, S&P 82, Fitch 65, zaś w 2010 roku było to odpowiednio 110, 125 i 107 państw. Dziś posiadanie ratingu agencji jest warunkiem koniecznym do zaliczenia danego aktywa do uniwersum inwestycyjnego. Ale rynki finansowe działające przez 24 godziny na dobę przez 5 dni w tygodniu oceniają państwa (ich kondycję finansową, ale też politykę gospodarczą, a więc zdolność do generowania przez budżety państw dochodów, czy też zdolność do rozwiązywania kryzysów gospodarczych) nieprzerwanie. Jak pisze M. Watson³⁶ standardem stała się już sytuacja, w której „rynki finansowe” dyscyplinują już same aspiracje partii politycznych chcących rządzić, a w szczególności partii socjaldemokratycznych, chcących bronić przywilejów socjalnych społeczeństwa. Dzięki inżynierii finansowej rynki stworzyły nowy instrument – *Credit Default Swap*, który nie tylko służy wycenieniu ryzyka bankructwa danego emitenta (też kraju), ale również pozwala się przed nim zabezpieczyć³⁷. Choć po raz pierwszy CDS pojawiły się w 1990 roku, dopiero po 2000 roku (stworzenie wzorca dokumentacyjnego przez ISDA), stały się wysprzejalizowanymi instrumentami finansowymi, a także wskaźnikami ostrzegającymi przed wycenianym bankructwem danego kraju. Rynki finansowe w erze globalizacji nie tylko mają wskaźniki ostrzegawcze, które codziennie wyceniają prawdopodobieństwo bankructwa danego kraju, a brak granic dla przepływów kapitałowych pozwala na nie inwestować w aktywa, które uznawane są za zbyt ryzykowne.

Analiza relacji i szybkości interakcji zachodzących pomiędzy państwami, a rynkami finansowymi nie może przebiegać w oderwaniu procesów globalizacji, będących zjawiskiem obiektywnym i zmieniającym charakter funkcjonowania społeczności międzynarodowej – a w tym przypadku rynków finansowych³⁸. Istotę tego środowiska przedstawiają Marek Pietraś i Katarzyna Piórko określając podmioty transnarodowe w stosunkach międzynarodowych jako zorganizowane grupy społeczne, które w swych działaniach wykraczają poza granice państw. Istotę ich zachowań w środowisku międzynarodowym określają interakcje i więzi „w poprzek” granic państw i wpływanie na zachowania innych uczestników stosunków międzynarodowych³⁹.

J. Czaputowicz wymienia zaś następujące zjawiska związane z globalizacją: internacjonalizacja, liberalizacja, modernizacja, uniwersalizacja, homogenizacja, hybrydyzacja, delokalizacja, globalizacja, deterytorializacja, denacjonalizacja, metropolizacja, detradycjonalizacja, westernizacja⁴⁰. A. Moraczewska podkreśla zaś, że w kształtowaniu współczesnej gospodarki zdają się dominować dwie siły: rozwój i dystrybucja nowej technologii oraz rozwój i rozszerzenie wolnego rynku⁴¹.

Procesy globalizacji najistotniejsze dla rynków finansowych to przede wszystkim: liberalizacja, nieterytorialność, westernizacja, rozwój technologii, globalna społeczność uczestników rynków finansowych. Na szczególną uwagę – ze względu na niewielką ilość dostępnych informacji – należałoby zwrócić na proces westernizacji i na jej bazie powstanie globalnej transnarodowej społeczności rynków finansowych.

Westernizacja to przede wszystkim przyjmowanie dorobku teoretycznego i praktyczne wypracowanie przez supermocarstwa rynków finansowych: takie jak USA i Wielka Brytania. Przykładem jest tworzenie sieci globalnych powiązań przez organizacje standaryzujące wiedzę i sposób podejmowania decyzji na rynkach finansowych. Do globalnych organizacji należy zaliczyć CFA Institute (*Chartered Financial Analyst*) i *Global Association of Risk Professionals*. Otrzymanie ich certyfikatu jest możliwe tylko, jeżeli się jest aktywnym uczestnikiem rynku finansowego.

CFA Institute, został założony w 1947 roku w USA. W 2011 roku członkami było ponad 113 tysięcy ekspertów z zakresu finansów ze 140 krajów świata, w tym 102 tysiące osób miało tytuł analityka CFA (na bazie 3-stopniowych egzaminów)⁴². Kiedy egzaminy odbyły się po raz pierwszy w 1963 roku liczba profesjonalistów, która otrzymała certyfikat wynosiła jedynie 268 osób. CFA Institute tak widzi swoją misję: *CFA Institute jest globalną organizacją specjalistów zajmujących się inwestycjami finansowymi i określa standardy profesjonalizmu. Jesteśmy również liderami w zachowań etycznych na rynkach finansowych jak również uznanym źródłem wiedzy w świecie finansów globalnych*⁴³.

Kolejną równie prężną organizacją o zasięgu globalnym jest *Global Association of Risk Professionals*. GARP definiuje się jako organizacja *non-profit* i jedyna organizacja skupiająca profesjonalistów zajmujących się zarządzaniem ryzykiem finansowym, która jest rozpoznawalna na poziomie globalnym. Celem organizacji jest pomoc w kreowaniu kultury świadomości ryzyka na każdym poziomie organizacji – od szeregowego jej członka do członka zarządu. W obszarze ryzyka finansowego i ryzyka energetycznego GARP określa globalne standardy poświadczane certyfikatami na bazie egzaminów FRM (*Financial Risk Manager*) i ERP (*Energy Risk Manager*)⁴⁴.

Tabela nr 2. *Globalne stowarzyszenia rynków finansowych*

ORGANIZACJA	CZŁONKOWIE 2011	KRAJÓW I TERYTORIÓW W ORGANIZACJI 2011	ROK ZAŁOŻENIA I PAŃSTWO	STRUKTURA GEOGRAFICZNA CZŁONKÓW
CFA Institute	Ponad 113 tys.	140	1947, USA	Ameryka–66% (w tym Am. Pn-65%), EMEA 21% (w tym Europa 16%), Azja i Pac. 15%, inne 4%
GARP	Ponad 150 tys.	195	1996, USA	Ameryka 29%, Azja i Pac. – 47%, 24% EMEA (Eu + B. Wschód + Afryka)

Źródło: opracowanie własne na bazie stron www.cfainstitute.com i www.garp.org.

Organizacje te nie tylko są źródłem wiedzy i standardów, ale też dostarczają wiedzy, ale poprzez selekcję członków tworzą zintegrowaną społeczność na poziomie globalnym. Silna integracja społeczna jest też możliwa dzięki wyprofilowanym serwisom informacyjnym i tradingowym, którymi posługują się rynki finansowe. Należą do nich serwisy informacyjne i transakcyjne firmy Reuters i Bloomberg⁴⁵. O sile integracji rynków finansowych świadczy również unifikacja systemów rozliczeniowych, gdzie najlepszym przykładem jest SWIFT, czyli *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication* w Brukseli. Organizacja ta powstała w 1973 roku, skupia 239 banków i 15 krajów⁴⁶, i stworzyła infrastrukturę dla rozliczania transakcji finansowych na całym świecie. Dziś łączy już ponad 10 000 instytucji finansowych i korporacji działających w 212 krajach i obszarach terytorialnych⁴⁷.

Globalny i zintegrowany rynek finansowy, mający swobodę podejmowania niezależnych od państwa decyzji i zarządzający w większości prywatnymi oszczędnościami, traktujący państwo jak korporację, której ryzyko bankructwa należy oceniać, kierujący się stopą zwrotu, a nie względami politycznej poprawności wywiera coraz większy wpływ na decyzje państwa zarówno w sferze wewnętrznej (dyscyplina budżetowa), jak i międzynarodowej (łatwość finansowania państwa). Proces ten wpływający na wzrost siły rynków finansowych w przestrzeni transnarodowej wynika z akumulacji dwóch zjawisk: kumulacji oszczędności i permanentnego zadłużania się państw.

Długi okres pokoju światowego w połączeniu z funkcjonowaniem efektywnych gospodarek rynkowych, skutkują nieznanym wcześniej wzrostu poziomu oszczędności prywatnych w skali światowej.

Tabela nr 3. *Oszczędności brutto w wybranych krajach jako % PKB*

KRAJ	1980	1996	2010
Chiny	bd.	41%	52%
Francja	22%	19%	17%
Japonia	31%	30%	23%
USA	19%	17%	12%
Szwajcaria	32%	29%	36%
Wielka Brytania	18%	16%	13%
Włochy	24%	22%	17%

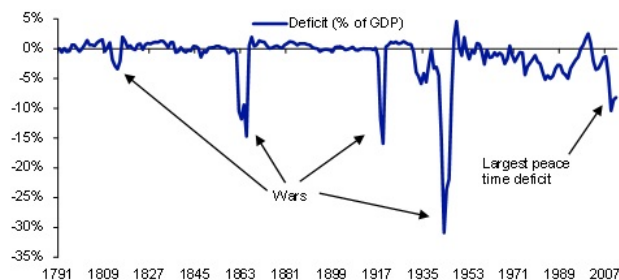
Źródło: Opracowanie własne na bazie danych Banku Światowego, Gross savings (% GDP) data.worldbank.org/indicator/NY.GNS.ICTR.ZS, dostęp 6 XI 2012r.

Natomiast zadłużenie się państw jest zjawiskiem młodym. Z reguły budżety państw były zbilansowane – poza dwoma wyjątkami: czasem wojny i poważniejszymi kryzysami gospodarczymi – po których budżety państw wracały do równowagi⁴⁸, czego dobrym przykładem są Stany Zjednoczone.

Jednak od czasu zakończenia drugiej wojny światowej coroczny deficyt budżetowy jest w krajach Zachodnich niemal regułą⁴⁹.

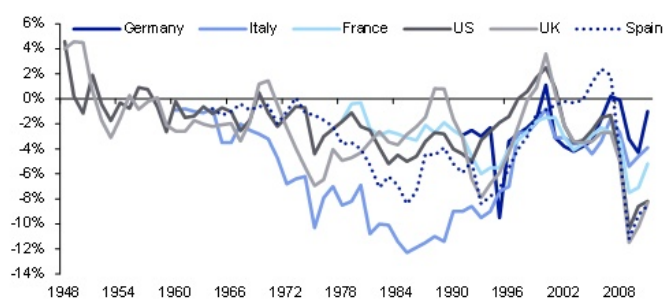
Rosnącemu zadłużeniu towarzyszy również wzrost udziału państwa w re-dystrybucji dochodu. Udział wydatków rządowych w relacji do PKB również stale rośnie, co nawet w przypadku Stanów Zjednoczonych każe zastanowić się na rolę państwa. A jednocześnie nad rolę rynków finansowych, jako strażników wartości i bogactwa obywateli poszczególnych państw.

Wykres 2. Deficyt budżetowy w USA w latach 1791-2008



Źródło: J. Reid, N. Burns, S. Stakhiv, *Long Term Asset Return Study. A Journey into the Unknown*,
Deutsch Bank, Special Report, 3.09.2012, s.4.

Wykres 3. Porównanie deficytu budżetowego w wybranych krajach od 1948r.



Źródło: J. Reid, N. Burns, S. Stakhiv, *Long Term Asset Return Study. A Journey into the Unknown*,
Deutsch Bank, Special Report, 3.09.2012, s. 14.

*Czy rynki finansowe staną się stałym elementem
późnowestfalskiego ładu międzynarodowego?*

Stale rosnący apetyt rządów na redystrybucję wydatków i walka o władzę powodują konieczność stałego zadłużania się tych państw, co prowadzi do uzależnienia się od rynków finansowych zarówno krajowych, jak i międzynarodowych. W UE w 2011 roku średnio około 31,5% zadłużenia sektora rządowego było finansowanych przez nie-rezydentów. W 12 krajach udział podmiotów zagranicznych przekroczył 50%. Do grupy tej należały takie kraje jak: Finlandia, Łotwa, Austria, Litwa, Portugalia, Słowenia, Węgry, Irlandia, Francja, Holandia, Niemcy i Belgia⁵⁰. Przy czym, tylko w 3 krajach dług był finansowany znaczącymi zakupami krajowych inwestorów indywidualnych: na Malcie w 30%, we Włoszech na poziomie 15,9% i w Niemczech na poziomie 10,8%⁵¹. Na koniec

2011 roku dług publiczny Stanów Zjednoczonych był finansowany w 35,7% przez nierezydentów (w tym 7,58% było finansowanych przez podmioty finansowe chińskie, a 7,37 przez podmioty finansowe japońskie)⁵².

*Rynki finansowe
jako rosnąca siła
w
przestrzeni...*

Tabela 4. *Wydatki rządowe jako % PKB w wybranych krajach*

KRAJ	OKOŁO 1870	1913	1937	1960	1980	1996	2010
Francja	12,6	17,0	29,0	34,6	46,1	55,0	56,6
Japonia	bd	8,3	25,4	17,5	32,0	35,9	40,8
USA	7,3	7,5	19,7	27,0	31,4	32,4	42,5
Szwajcaria	16,5	14,0	24,1	17,2	32,8	39,4	34,2
Wielka Brytania	9,4	12,7	30,0	32,2	43,0	43,0	50,5
Włochy	13,7	17,1	31,1	30,1	42,1	52,7	50,4

Źródło: V. Tanzi, L. Schuknecht, *Public Spending in the 20th Century. A Global Perspective*, Cambridge University Press, 2000, s.6
www.assetcambridge.org/052166/2915/sample/0521662915wsn01.pdf dostęp 5 XI 2012.

W marcu 2005 roku szef FED-u Ben Bernanke podczas wystąpienia w Stowarzyszeniu Ekonomistów Stanu Virginia zaproponował spojrzenie globalne na amerykańskie problemy z deficytem w rachunku bieżącym i analizę zmiany w międzynarodowych przepływach kapitałowych w połączeniu ze zjawiskiem „przesycenia” globalnymi oszczędnościami (*global savings glut*)⁵³. Wskazał na dwie istotne zmiany w akumulacji oszczędności w skali globalnej: konieczność akumulacji oszczędności przez starzejące się społeczeństwa – takie jak Niemcy, Japonia, czy w dłuższej perspektywie Chiny – jak również zmianę strategii zarządzania przepływami kapitałowymi przez kraje, które dotknął kryzys finansowy w końcu lat 90. – takie jak Meksyk w 1994, Tygrysy Azjatyckie w latach 1997-98, Rosję w 1998, Brazylię w 1999 i Argentynę w 2002 roku⁵⁴. Zmiana ta spowodowała powstanie „nadmiaru” oszczędności w skali globalnej, co pozwalała na finansowanie deficytów krajów o ekspansywnej polityce budżetowej. Analiza szefa Fed-u wskazuje również na świadome tworzenie polityki finansowej państwa skali międzynarodowej przy uwzględnieniu udziału rynków finansowych jako gracza w przestrzeni transnarodowej. Gracza, który poprzez podejmowane decyzje może wpływać na inne państwa.

Należy przy tym podkreślić, że „apetyt” na kapitał nie jest taki sam we wszystkich krajach. Są państwa, które są eksporterami kapitału netto i prowadzą w tym

Tabela 5. Państwa, jako najwięksi międzynarodowi dłużnicy i kredytodawcy, 2010r. (pozycja netto w miliardach USD)

NAJWIĘKSI ZAGRANICZNI DEUŻNICY NETTO				NAJWIĘKSI ZAGRANICZNI KREDYTODAWCY NETTO			
PAŃSTWO	DEUG	AKTYWA	PASYWA	PAŃSTWO	KREDYT	AKTYWA	PASYWA
USA	- 3 072	15 284	18 356	Japonia	3 010	6 759	3 748
Hiszpania	- 1 263	1 673	2 936	Chiny	2 193	3 892	1 699
Australia	- 752	1 044	1 796	Niemcy	1 207	7 323	6 116
Brazylia	- 703	587	1 290	Arabia Saudyjska	882	1 084	202
Włochy	-453	2 734	3 187	Szwajcaria	698	3 047	2 348
Anglia	-446	10 943	11 390	Hong Kong	691	2 723	2 032
Meksyk	-355	259	613	Tajwan	626	1 015	389
Grecja	-331	315	646	UAE	585	783	198
Francja	-325	6 622	6 947	Singapur	492	1 376	884
Polska	-308	162	470	Norwegia	360	1 122	762

Źródło: *Mapping Global Capital Markets*, Global Mc Kinsey Institute, s. 34, dostęp 6 XI 2012

zakresie świadomą i zdefiniowaną politykę inwestycyjną, którą moglibyśmy porównać do polityki finansowej. Jej implementacja odbywa się za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych zarządzających bądź to nadwyżkami finansowymi państw⁵⁵ – takich jak na przykład ADIA (*Abu Dhabi Investemnt Authority*) utworzony w 1976 roku i należący do rządu Emiratu Abu Dhabi⁵⁶ – bądź funduszami celowymi wśród, których wyróżnia się wartością aktywów i polityką inwestycyjną opartą na analizie etycznej spółek norweski Rządowy Fundusz Emerytalny zarządzany przez Norges Bank Investment Management⁵⁷ będący częścią Norweskiego Banku Centralnego. Obszar ten jest kolejnym punktem styczności państwa i rynków finansowych funkcjonujących w przestrzeni transnarodowej.

Dzięki posiadanej przez rynki finansowe niezależności decyzyjnej, ale również wiedzy, z jednej strony zmniejszają asymetrię informacji pomiędzy dawcami kapitału (inwestując prywatne i/lub państwowe oszczędności), a biorcami kapitału (państwami lub podmiotami-nie państwowymi)⁵⁸. Jednak rynki mogą

również stać się ofiarami asymetrii informacji, gdyż pożyczający zawsze wie więcej o profilu ryzyko-dochód niż strona dająca kapitał⁵⁹. Przykładem może być Grecja i transakcja *fx swap*⁶⁰ zawarta z bankiem inwestycyjnym Goldman Sachs w 2001 roku, która pozwoliła Grecji aż do 2010 roku wykazywać zgodność z kryteriami z Maastricht – a więc ukrywać prawdziwego stanu finansów. Sytuacja ta wskazuje na istnienie – oprócz asymetrii informacji – jeszcze jednego konfliktu pomiędzy rynkami finansowymi zarządzającymi oszczędnościami (na bazie mandatu otrzymanego od osób i firm posiadających oszczędności), a państwem. Konflikt interesów, określany w teorii korporacji jako *principal-agent conflict of interest*⁶¹, powstaje ponieważ państwo występuje jednocześnie w kilku rolach⁶²: regulatora rynku finansowego, strażnika porządku prawnego i emitenta obligacji (a więc klienta rynków finansowych, który chce sprzedać swój dług na globalnym i lokalnym rynku finansowym jak najdrożej).

Janusz Symonides uważa, że państwo jest stałym elementem stosunków globalnych, zaś globalizacja zmienia funkcję państwa, zmuszając je do transformacji. Państwo pozostaje absolutnie niezbędnym warunkiem prawidłowego funkcjonowania wolnego rynku, bo globalizacja wymaga państwa silnego i sprawnego. Wolny rynek nie może przejąć funkcji regulacyjnych od państwa, a sam takich możliwości nie posiada⁶³. Istniejące jednak sprzeczności pomiędzy państwem, a rynkami finansowymi, a z drugiej strony wzajemne zależności nasuwają pytanie o charakter regulacji, które będą ustanawiały państwa w przestrzeni transnarodowej, ale też w odniesieniu do podmiotów funkcjonujących w obszarze regulacji narodowych. Kto będzie miał większy wpływ: rządy, czy rynki finansowe? Próba sił będzie miała miejsce nie po raz pierwszy. Caroline Fohlin wskazuje na trzy główne czynniki kształtujące system finansowy: ekonomiczny, prawny i regulacyjny, polityczny⁶⁴. Wskazuje przy tym, że czynnik polityczny jest związany z celami jakie chcą realizować rządy i grupy interesów⁶⁵.

Śledząc inicjatywy regulacyjne podjęte solidarnie przez państwa z grupy G20 po upadku banku Lehman Brothers, należy podkreślić, że zmierzają one do wprowadzenia rozwiązań zwiększających transparentność rynku i bezpieczeństwo rynku. Za najważniejsze należy uznać regulacje dotyczące transakcji na instrumentach pochodnych, którymi się handluje na rynku OTC (w Unii Europejskiej poprzez wprowadzenie regulacji EMIR – *European Markets Infrastructure Regulations*⁶⁶, a w USA poprzez implementację regulacji *Dodd-Franc ACT*⁶⁷), a także powszechną implementację regulacji Bazylei II, 2,5 oraz Bazylei III⁶⁸). Jednak regulacje limitujące krótką sprzedaż⁶⁹, należy już traktować jako emanację interesów państw-dłużników i obroną przed wpływem rynków finansowych.

Jeżeli zdefiniujemy siły rynków finansowych, jako zdolność rynków finansowych do wywierania wpływu na politykę wewnętrzną i zagraniczną państw, to otrzymujemy nowe pole do analizy. Zakres takich badań mógłby obejmować nie tylko relację rynków finansowych i państw, ale też relacje pomiędzy siłą rynku finansowego jednego państwa, a jego pozycją ekonomiczną innego państwa. Wydaje się, że analiza tych relacji w przestrzeni transnarodowej może być interesującą przestrzenią dla badań nad relacją polityki i ekonomii w stosunkach międzynarodowych⁷⁰.

Dane wskazują na rosnące znaczenie i korelację między pozycją gospodarczą kraju, rynkiem finansowym i wzrostem gospodarczym⁷¹ tak w skali narodowej, ale przede wszystkim międzynarodowej.

Tabela 6. *Poziom głębokości finansowej w latach 1990-2011*

ROK	1990	1995	2000	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Aktywa /PKB %	263	256	310	345	355	307	339	335	312

Źródło: *Financial Globalisation, Retret or reset?* Global Mc Kinsey Institute, march 2012 s. 14, dostęp 9.03.2013.

Perspektywa międzynarodowa jest dla głębokości i efektywności rynków finansowych kluczowa, gdyż kraje różnią się pod względem rozwoju rynków finansowych. Według danych Mc Kinsey Global Institute, głębokość finansowa krajów określanych jako *Emergin Markets* jest o połowę mniejsza niż gospodarek krajów wysoko rozwiniętych (w 2012 roku średnia wynosiła 157% PKB w stosunku do 408% PKB⁷², a do najbardziej rozwiniętych pod tym względem krajów należą Stany Zjednoczone – około 500% i Wielka Brytania – 949% PKB w 2011 roku⁷³). W efekcie procesu globalizacji rynków finansowych 30% akcji i obligacji jest w posiadaniu inwestorów zagranicznych. Ich decyzje są emanacją siły rynków finansowych w przestrzeni transnarodowej.

Ze względu na szerokość poruszonego tematu nie poruszono takich tematów jak: rola banków centralnych jako uczestników rynków finansowych, użycia wybranych segmentów rynku finansowego – na przykład rynku forex – jako narzędzia w walce o konkurencyjność międzynarodową w środowisku niskiego wzrostu gospodarczego i niskiej inflacji (a określonego coraz częściej mianem wojny walutowej⁷⁴), a także całego spektrum analizy rozmycia suwerenności państwa⁷⁵ (w szczególności przypadek Grecji i Węgier po odmowie finansowania przez rynki nawet przy braku formalnego bankructwa państwa) Pozostają

też pytania o siłę rynków finansowych w przyszłości. Zakładając kontynuację procesów globalizacji i braku istotnych konfliktów zbrojnych, można założyć rosnący wpływ znaczenia rynków finansowych w przestrzeni transnarodowej.

*Rynki finansowe
jako rosnąca siła
w
przestrzeni...*

Według danych polskiego ministerstwa finansów na koniec 2012 roku inwestorzy zagraniczni byli właścicielami 54,5%⁷⁶ zadłużenia skarbu państwa, gdy w 2008 roku jedynie 34,4%. Dane te zostały opublikowane w marcu 2012, prawie jednocześnie z informacją o wyjeździe przedstawicieli Ministerstwa Finansów do Azji na *non-deale road show* – prezentację emitenta nie związaną z emisją papierów wartościowych. wiceminister finansów Wojciech Kowalczyk tak określił cel wizyty: „odwiedzimy kilka krajów azjatyckich przedstawiając sytuację gospodarczą i fiskalną Polski oraz nasz rynek długu. Rozpoznamy również oczekiwania największych inwestorów azjatyckich co do przyszłej oferty emisji naszych obligacji”⁷⁷. Wyjazd przedstawicieli Ministerstwa Finansów jest przykładem już nawet nie tylko dyplomacji ekonomicznej⁷⁸, ale raczej dyplomacji finansowej, której celem jest pozyskanie inwestorów finansowych, tak by zapewnić swobodę realizacji polityki państwa.

PRZYPISY

1. Zobacz w www.fsa.gov.uk/library/communication/speeches/2009/0318_at.shtml 18 III 2009, Speech by Adain Turner, Chairman FSA, dostęp 5 luty 2013, a także: Howard Davis, *Global Financial Regulation After the Credit Crisis*, „Global Policy”, Volume 1, Issue 2, May 2010, s. 189, onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1758-5899.2010.00025.x/pdf, dostęp 5 luty 2013.
2. J. Stiglitz, B. Grunewald, *Towards New Paradigm in Monetary Economics*, Cambridge University Press, 2003, s.1-6.
3. Zobacz Sloan and Fitzpatric, *The Structure of International Market Regulation, in Financial Markets and Exchanges Law*, London University Press, March 2007, [w:] H. Davies, *Global Financial Regulation after the Credit Crisis*, „Global Policy” Volume 1, Issue 2, May 2010, s. 186; onlinelibrary.willey.com/, dostęp 7 marzec 2013.
4. M. Pietraś, *Globalizacja jako proces zmiany spoleczności międzynarodowej*, [w:] M. Pietraś [red.], *Oblicza procesów globalizacji*, s. 55.
5. M. Pietraś: *Hybrydowość późnowestfalskiego ładu międzynarodowego*, s. 60-74, [w:] M. Pietraś, K. Marzęda [red.], *Późnowestfalski ład międzynarodowy*, Lublin 2008.

6. Ibidem, s. 67.
7. E. Halizak: *Współzależność polityki i ekonomii w stosunkach międzynarodowych*, s. 29, [w:] E. Halizak [red.], *Stosunki międzynarodowe w XXI wieku: księga jubileuszowa z okazji 30-lecia Instytutu Stosunków Międzynarodowych Uniwersytetu Warszawskiego*, Warszawa 2006.
8. Ibidem, s. 31-32.
9. Obliczenia własne na bazie danych z raportu finansowego Lehman Brother Holing z danych LSE www.rns-pdf.londonstockexchange.com/rns/8436Z_1-2008-7-24.pdf, s.5. i Data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD, dostęp 4 XI 2012.
10. www.bussinesinsider.com/merkel-blasts-financial-markets-for-stocking-crisis--says-markets-arent-benefiting-the-people-2012-9, Tony Czuczka, Bloomberg, Sept. 3, 2012, dostęp 28 X 2012.
11. Ibidem.
12. Dane na bazie systemu Bloomberg, dostęp 7 XI 2012.
13. Bloomberg, dostęp 7 XI 2012 r.
14. www.moodys.com/research/Moodys-confirms-Spains-govenment-bond-ating-at-Baa3PP-3-assigns--PR_257500, dostęp 16 X 2012.
15. Ibidem.
16. R.O. Keohane, J.S. Nye, *Power and Interdependence*, Pearasons, wyd. 4, 1997-2012, s. 57.
17. F. Mishkin, S. Eakins, *Financial Markets and Institution*, Pearsons, wyd. 7, 2012, s. 42.
18. Ibidem, s. 46.
19. F. Mishkin, S. Eakins, *Financial Markets and Institution*, Pearsons, wyd. 7, s.46.
20. M. Levison, *Guide to Financial Markets*, „The Economist”, wyd.5, 2012, p. 2.
21. Bruce J. Feibel, *Investement performance measurement*, Willey&Sons, 2003, s. 188.
22. J.E. Pinto, E. Henry, T. R. Robinson, J.D. Stowe, *Equity Assets Valuation*, Willey&Sons, 2010, wyd. 2. s. 57-76.
23. Zob. Bruce J. Feibel, *Investment Performance Measurement*, John Wiley&Sons, 2003, s. 97-120, lub w R. Boundourian, K. Winkelman: *The market portfolio*, w B. Litterman: *Modern investment portfolio*, John Wiley&Sons 2003, s. 91-103,
24. F. A Sortino, S. E. Satchell, *Managing Downside Risk in Financial Markets: Theory, Practice and Implementation*, Elsevier 2005, s.3-25, zobacz także: Bruce J. Feibel, *Investment Performance Measurement*, John Wiley&Sons, 2003, s. 97-120.
25. T. Schuermann, S. Hanson, *Estimating Probabilities of Default*, Federal Reserved Bank Staff Report 190, July 2004, s.23, www.newyorkfed.org/re-serch/staff_reports/sr190.htm

26. A. Crocket: *The Theory and Practice of Financial Stability. Essey in International Finance*, No 203, April 1997, Princeton Univeristy, s. 8. www.aulavirtual.bde.es/wav/documentos/area_docu_estabilidad_1.pdf,
27. E. Halizak, *O istocie geoeconomicznego dzialania*, [w:] E. Halizak [red.] *Geoekonomia*, Warszawa 2012, s. 48-49.
28. A. Szyszka, *Systemic Changes in the Financial World and Search for the New Paradigm of Finance*, s.46-51, [w:] M. Balling, F. Lierman, F. Van den Spiegel, R. Ayadi, D.T. Llewellyn [red.], *New Paradigms in Banking, Financial Regulation?*, Vienna 2012, SUERF, dostęp 16 luty 2013; S. Sunder, *Experimental Asset Market. A Survey*, s.446-474, [w:] J. H. Kagel, A. E. Roth, *Handbook of Experimental Economics*, Princeton University Press, 1995.
29. John L. Maginn, Donald L. Tuttle, Dennis W. Mc Leavy, Jearld E. Pinto, *Managing Investement Portfolios. A Dynamic Process*, Willey & Sons, 2007, s. 15.
30. Z. J. Pietraś, *Decydowanie polityczne*, PWN Warszawa-Kraków, 1998, s. 44.
31. Zob.: J. Maginn, D. Tuttle, D. McLeavey, J. Pinto, *Managing Investment Portfolios*, John Wiley&Sons, Inc., 2007, s. 34-127.
32. IMF, *Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity, Sovereign Risks and Financial Fragilities*, Otober 2012, s.4-13, www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2010/02/index.htm, dostęp 1 marzec 2013.
33. P. Jorion, *Financial Risk Managemnt Handbook*, 5-ta edycja, Willely&Sons, 2009, s. 472-475.
34. IMF, *Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity. The Uses and Abuses of Sovereig Rating*, Otober 2012, s.87.
35. M. Watson, *Global Trade and Finance*, [w:] *The Globalisation of World Politics*, J. Baylis, S. Smith, P. Owens, Oxford University Press, 2011, s. 449-450.
36. John Hull, Alan White, *Valuating Credit Default Swaps I. No Counterpart Default Risk*, University of Toronto, April, 2000., www.rotman.utoronto.ca/fihull/DownloadablePublications/CredDefSw1.pdf, dostęp 2 luty 2013.
37. M. Pietraś, *Globalizacja jako proces zmiany społeczności międzynarodowej*, [w:] M. Pietraś [red.], *Oblicza procesów globalizacji*, s. 35-44.
38. M. Pietraś, K. Piórko, *Podmioty transnarodowe*, [w:] M. Pietraś [red.], *Międzynarodowe stosunki polityczne*, Lublin 2007, s 140.
39. J. Czaputowicz, *Teoria stosunków międzynarodowych. Krytyka i systematyzacja*, PWN, Warszawa 2008, s. 24.
40. A. Moraczewska, *Korporacje transnarodowe w procesie globalizacji*, s. 85
41. CFA Institute Announces June 2011 Worlwide CFA Exam results, www.cfainstitute.org/about/press/relase/Pages/08162011_59940.aspx, dostęp 1 XI 2012.

42. About CFA Institute. Shaping an Investemnt Industry that Serves the Greater Good, www.cfainstitute.org/about/Pages/index.aspx, dostęp 1 XI 2012.
43. www.garp.org/garp/about-garp.aspx, dostęp 1 XI 2012.
44. Zob. : www.thomsonreuterseikon.com, www.reuters.com, www.bloomberg.com.
45. Swift History, na www.swift.com/about_swift/company_information/swift_history.page, dostęp 2.II. 2012
46. www.swift.com/about_swift/company_information/index.page, dostęp 2.II. 2012.
47. J. Reid, N. Burns, S. Stakhiv, *Long Term Asset Return Study, A Journey into the Unknown*, Deutsch Bank, Special Report, 3.09.2012, s. 4.
48. Ibidem s. 4.
49. J.S. Eminescu, *Structure of Government Debt in Europe in 2011*, Z Eurostat – statistics in focus, 34/2012 z Epp.eurostat.ec.europa.eu/ dostęp 2 XI 2012., s. 3.
50. Ibidem, s. 3.
51. Obliczenia własne na bazie danych Departamentu Skarbu USA dostęp www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/mfh.txt, dostęp 2 XI 2012 r.
52. www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/, dostęp 3 listopad 2012.
53. Ibidem.
54. Zobacz szerzej: K. Jędrzejowska, *Państwowe Fundusze Majątkowe*, [w:] E. Haliżak [red.] *Geoekonomia*, , Warszawa 2012, s. 459-482.
55. www.adia.ae/En/About/About.aspx, dostęp 2 marzec 2013
56. www.nbim.no/en/About-us, dostęp 2 marzec 2013.
57. A. Crocket, *The Theory and Practice of Financial Stability. Essey in International Finance*, Princeton Univeristy, s. 5. www.aulavirtual.bde.es/wav/documentos/area_docu_estabilidad_1.pdf
58. Ibidem, s. 4-5.
59. Barry Ritholtz, *Ten Inviolable Rules for Dealing with the Sharks on Wall Street*, 2 IX 2012, www.arp.org/risk-news-and-resources/risk-headlines/story.aspx?newsldff51916, dostęp 3.03. 2013.
60. Zobacz szerzej: w Michael C. Jensen, William H. Meckling: *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*.
61. Zob.: Justyna Nakonieczna, *Państwo w procesach globalizacji*, [w:] E. Haliżak: *Stosunki międzynarodowe w XXI wieku.....*, op.cit., s. 137-145, Warszawa 2006.
62. Zob. w Janusz Symonides, *Wpływ globalizacji na miejsce i rolę państwa w stosunkach międzynarodowych*, s. 130-152, [w:] E. Haliżak, Roman Kuźniar, Janusz Symonides [red.], *Globalizacja a stosunki międzynarodowe*, Bydgoszcz Warszawa 2004.

63. C. Fohlin, *Mobilizing Money: How the World's Richest Nations Financed Industrial Growth*, Cambridge, 2012.
64. Ibidem, s. 173.
65. Zobacz szerzej w www.ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm, dostęp 10.03.2013.
66. T. Adrian, D. Covitz, N. Liang, Financial Stability Monitoring, FED NY, Staff report no 601, February 2013 s.4-5, www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr601.html, dostęp 10.03.2013.
67. *Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors on Basel III Implementation*, Bank for International Settlements, October 2012, www.bis.org/publ/bcbs234.htm, dostęp 17.02.2013.
68. Zobacz tekst regulacji www.ec.europa.eu/internal_market/securities/short_selling_en.htm i www.esma.europa.eu/page/Short-selling, dostęp 10.03.2013.
69. *Współzależność polityki i ekonomii w stosunkach międzynarodowych*, [w:] *Stosunki międzynarodowe w XXI wieku...*, op. cit, s.38-45
70. Demirgüç-Kunt, Levine, [w:] Financial Depth, 2008, www.worldbank.org, dostęp 10.03.2013
71. *Financial Globalisation, Retreat or Reset?* Global Kinsey Institute, March 2012 s.24, dostęp 9.03.2013.
72. Ibidem, s. 16.
73. R. Harding, A. Ross, *G20 Ministers Braced for Currency War Talk*, 11. 02. 2013, www.ft.com/intl/cms/s/0/fe5a5100-745c-11e2-80a7-00144feabdco.html#axzz2NL7mw5IG, dostęp 10 marzec 2013.
74. E. Haliżak, *Współzależność polityki i ekonomii w stosunkach międzynarodowych*, [w:] *Stosunki międzynarodowe w XXI wieku*, op. cit, s. 35-38.
75. http://www.finanse.mf.gov.pl/documents/766655/1170488/zsp_2012_12.pdf, s 1, dostęp 4.03. 2013
76. www.serwis.pap.pl, 1 marzec 2013, 8:34, Warszawa, (dostęp 1 marzec 2013)
77. Na temat dyplomacji ekonomicznej i dyplomacji w późnowestfalskim ładzie międzynarodowym szerzej w B. Surmacz: *Dyplomacja w późnowestfalskim ładzie międzynarodowym*, (w:) *Późnowestfalski ład międzynarodowy*, red. M. Pietraś, K. Marzęda, s. 236-248.
78. Niższy rating Włoch obowiązuje od 13 IX 2012 r.