

Sławomir Bukowski, *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej. Czechy, Polska, Słowacja, Słowenia, Węgry – obszar euro*, Instytut Naukowo-Wydawniczy „Spatium”, Radom 2013, ss. 126.

Pod koniec roku 2013 na polskim rynku wydawniczym ukazała się książka autorstwa Sławomira Bukowskiego poświęcona tematyce integracji rynków finansowych w Unii Europejskiej. Zagadnieniami tymi w Polsce zajmuje się relatywnie niewielu autorów i m.in. z tego powodu jest to publikacja szczególna. Jej wyjątkowość wyraża się także w tym, że Autor wyposażony w odpowiednie instrumentarium statystyczne nie tylko prowadzi rozważania teoretyczne w przedmiotowym temacie, ale również podejmuje się kwantyfikacji tak ważnych zjawisk i procesów gospodarczych.

Integracja ekonomiczna według B. Balassy rozumiana jako proces scalania gospodarek mający swoją przyczynę w dążeniu podmiotów do poprawy efektywności, a według J. Tinbergena polegająca na unifikacji polityki gospodarczej w odniesieniu do integracji rynków finansowych nabiera w drugiej dekadzie XXI w. innego wymiaru. To ten temat stał się *de facto* motywem przewodnim publikacji S. Bukowskiego. Monografia mającej bardzo przejrzystą i logiczną strukturę, na którą składa się wstęp, sześć rozdziałów i zakończenie. W rozdziale pierwszym Autor definiuje, tak jak to zrobili wcześniej m.in. C. Monnet, A. Ferrando i E. Krylova, pojęcie integracji rynków finansowych. Charakteryzuje też efekty międzynarodowej integracji rynków finansowych, rozpatrując je w płaszczyznach stabilizacji/destabilizacji gospodarczej oraz wzrostu gospodarczego. Szczególna uwaga poświęcona jest tej drugiej relacji, przy rozpatrywaniu której Autor, korzystając m.in. ze schematu R. Levine'a, tworzy autorską koncepcję teoretycznego związku między międzynarodową integracją rynków finansowych a rozwojem finansowym i wzrostem gospodarczym. Autor dostrzega także bariery integracji rynków finansowych w skali międzynarodowej, zarówno te związane z polityką gospodarczą, jak i odnoszące się do różnic w systemach prawa finansowego i handlowego oraz tych związanych z występowaniem wielu walut. Kluczowa jednak część rozdziału dotyczy stopnia integracji rynków finansowych oraz jego pomiaru. Sławomir Bukowski porządkuje czynniki determinujące relację pomiędzy korzyściami a kosztami związanymi z przystąpieniem kraju do unii monetarnej i uczestnictwem w niej, przytaczając m.in. za P. de Grauwem – stopień elastyczności rynku pracy (w tym płac), za Mundellem – stopień mobilności siły roboczej i kapitału, czy za McKinnonem – stopień otwartości gospodarki. Na tym tle Autor wyróżnia, z punktu widzenia segmentów rynku finansowego, takie miary integracji, jak: wskaźniki rynku pieniężnego, kredytowo-depozytowego, obligacji skarbowych i korporacyjnych oraz rynku akcji. To szerokie spektrum miar poszerza, opierając się na kryterium ich konstrukcji, o wskaźniki oparte na cenach i stopach zwrotu, wiadomościach i ilościach. W konkluzji rozdziału Autor raczej przychyliła się do poglądu o przewadze korzyści nad zagrożeniami wynikającymi z międzynarodowej integracji rynków finansowych. Efekty integracji rynków finansowych w unii monetarnej mogą ujawnić się jednak dopiero w dłuższym okresie, co będzie zależało przede wszystkim od zachowań inwestorów na rynkach lokalnych (przełamanie skutków *local bias*), skłonności do deficytu budżetowego i długu publicznego, wysokiego stopnia zbieżności stóp inflacji oraz podobnego poziomu ryzyka makro- i mikroekonomicznego.

W rozdziale drugim Sławomir Bukowski podjął udaną próbę oceny stopnia integracji rynków finansowych w obszarze euro, rozpatrując to zagadnienie w odniesieniu do rynków pieniężnych, depozytowo-kredytowych, obligacji skarbowych i giełdowych rynków akcji. Korzystając z danych wtórnych Europejskiego Banku Centralnego oraz umiejętnie posługując się statystycznymi miarami struktury, Autor dochodzi do wniosku, że najwyższym stopniem integracji na tle pozostałych rynków charakteryzują się rynki pieniężne. Jest to efekt działań głównego „aktora” tego rynku w strefie euro – EBC. Oddziałuje on bowiem na stabilność krótkoterminowych stóp procentowych na rynku bankowym, które kształtują się w ramach marży wahań wyznaczonej przez stopy referencyjne od kredytów i depozytów. Analiza miar integracji rynków obligacji skarbowych, dokonana przez Autora, wskazuje na fakt, że jest to drugi, po rynku pieniężnym, najbardziej zintegrowany rynek strefy euro. Najmniej zintegrowany jest z kolei giełdowy rynek akcji. W drugiej dekadzie XXI w. rynek finansowy w obszarze euro jest w wysokim stopniu zintegrowany. Stopień

tej integracji byłby wyższy, gdyby nie kryzys finansowy 2008-2010, na co w konkluzji rozdziału Sławomir Bukowski zwraca uwagę.

W rozdziale trzecim Autor poddaje analizie rynki finansowe w gospodarkach wybranych „nowych” krajów Unii Europejskiej, takich jak Czechy, Węgry, Słowacja, Słowenia i Polska. Rynek depozytowo-kredytowy w wymienionych krajach odgrywa zróżnicowaną rolę. Rolę tę Autor określa, co należy uznać za zasadne, za pomocą dwóch wskaźników: stosunku depozytów bankowych do PKB oraz wskaźnika „kredyty bankowe dla sektora prywatnego do PKB”. Zarówno jeden, jak i drugi wskaźnik najwyższe wartości osiągnął w Czechach, a najniższe – w Polsce. Nieco inna jest sytuacja w przypadku rynku obligacji. Najwyższym wskaźnikiem kapitalizacji giełdowej na rynku obligacji skarbowych do PKB charakteryzowały się Węgry oraz Polska, z kolei najniższym – Słowacja i Słowenia. Podobnie zróżnicowane jest znaczenie rynku akcji. Największy pod względem kapitalizacji rynek giełdowy akcji istnieje w Polsce, a najmniejszy w Słowenii i na Słowacji.

Rozdział trzeci stanowi dobre wprowadzenie do rozdziału czwartego, w którym Sławomir Bukowski analizuje relacje pomiędzy rozwojem rynków finansowych a wzrostem gospodarczym w tych krajach. Na podstawie danych rocznych z okresu 1995-2010 zawartych w bazie *Financial Structure Dataset*, opracowanej przez T. Becka oraz E. Al-Hussainy, Autor, badając związek pomiędzy wzrostem gospodarczym a rozwojem rynków finansowych, skonstruował sześć modeli panelowych z efektami losowymi, które następnie poddał estymacji za pomocą metody najmniejszych kwadratów z zastosowaniem transformacji Nerlove’a. W efekcie Sławomir Bukowski stwierdza, że w badanym okresie istniał statystycznie istotny związek pomiędzy rozwojem rynków finansowych a wzrostem gospodarczym w badanej grupie krajów. Wpływ ten był efektem m.in. silnego oddziaływania kredytu na wzrost realnego kapitału fizycznego *per capita* i wzrost produktywności, nieco słabszego, ale również istotnego statystycznie związku między kapitalizacją giełdową na rynku akcji a wzrostem realnego PKB *per capita* i wzrostem realnego kapitału fizycznego *per capita* oraz wzrostem produktywności. W podsumowaniu rozdziału Autor jednoznacznie stwierdza, że występuje istotny wpływ rozwoju rynków finansowych na wzrost gospodarczy w badanej grupie krajów.

W rozdziale piątym Sławomir Bukowski podjął próbę skwantyfikowania stopnia integracji rynków finansowych Czech, Polski, Słowacji, Słowenii i Węgier z rynkiem finansowym w obszarze euro. W tym celu przeprowadził analizę w odniesieniu do wszystkich wymienionych krajów w obszarze rynku pieniężnego, rynku depozytowo-kredytowego, giełdowego rynku obligacji skarbowych oraz giełdowego rynku akcji. W efekcie doszedł do co najmniej kilku interesujących wniosków. Uznał m.in., że spośród badanych krajów najbardziej zintegrowane z rynkiem pieniężnym, depozytowo-kredytowym oraz obligacji skarbowych są przede wszystkim te, które należą do strefy euro (Słowacja, Słowenia). Wysoki stopień integracji w zakresie rynku depozytowo-kredytowego osiągnęły także Czechy, a w obszarze obligacji skarbowych – Czechy i Polska. Ciekawy jest fakt, że najwyższy stopień integracji rynku akcji z rynkiem strefy euro, ale także z rynkiem amerykańskim, osiągnęła Polska. Warto przy tym dodać, że rynek polski, czeski, słoweński i węgierski są w większym stopniu zintegrowane z rynkiem amerykańskim niż z rynkiem w obszarze euro.

Rozdział szósty poświęcony jest ocenie relacji pomiędzy integracją rynków finansowych z rynkiem finansowym w obszarze euro a wzrostem gospodarczym w analizowanych „nowych” krajach Unii Europejskiej. Autor, przytaczając wyniki badań takich autorów, jak m.in. F. Coricelli, A. Brezigar-Masten i I. Masten, a także K. Sum, buduje własne dwa modele panelowe, które następnie poddaje estymacji metodą najmniejszych kwadratów. W efekcie uznaje, że istnieje statystycznie istotny, ale niezbyt silny wpływ integracji giełdowych rynków akcji badanych krajów z giełdowym rynkiem akcji w obszarze euro i w Stanach Zjednoczonych na wzrost gospodarczy. Dodatkowo stwierdza, że integracja z rynkiem giełdowym w USA ma silniejszy wpływ na wzrost gospodarczy niż w przypadku integracji z rynkiem w obszarze euro.

Dopełnieniem monografii jest zakończenie zawierające wnioski końcowe Autora publikacji. W tej części Sławomir Bukowski, nie podważając konieczności przystąpienia Polski do strefy euro, wskazuje na nieodzowność przygotowania gospodarki do tego procesu. Nie jest to proste, biorąc pod uwagę nadal nie w pełni stabilne finanse publiczne determinowane raczej względami politycznymi niż rachunkiem ekonomicznym. Realna konwergencja jest jednak możliwa, a jednocześnie wręcz konieczna do osiągnięcia maksymalnych korzyści z integracji.

Logiczna struktura publikacji, doskonale łącząca aspekty teoretyczne oraz elementy pomiaru statystycznego, pozwala na jej wysoką ocenę i wyróżnienie na polskim rynku wydawniczym. To

doskonale kompendium wiedzy z zakresu rynków finansowych i ich integracji będące wyzwaniem intelektualnym nie tylko dla studentów, słuchaczy studiów podyplomowych i MBA, doktorantów, lecz także dla doświadczonych pracowników nauki poszukujących inspiracji dla swoich badań naukowych. Poza tym można ją zarekomendować przedstawicielom praktyki gospodarczej, którzy w sposób szczególnie powinni być zainteresowani dobrym przygotowaniem do przystąpienia do strefy euro.

Magdalena Majchrzak

Paweł Smaga, *Rola banku centralnego w zapewnianiu stabilności finansowej*, CeDeWu.pl, Warszawa 2014, ss. 399.

Recenzowana publikacja stanowi niezwykle interesujący przyczynek do trwającej wśród ekonomistów dyskusji na temat weryfikacji roli władz monetarnych w obliczu kryzysu finansowego. Przedkryzysowa koncentracja banków centralnych na zapewnianiu stabilności cenowej przyczyniła się do osiągnięcia w wielu krajach niskiej i stabilnej inflacji (*Great Moderation*), jednakże globalny kryzys finansowy postawił przed władzami monetarnymi nowe wyzwania, zmuszając je do podjęcia działań interwencyjnych niezbędnych do przywrócenia stabilności finansowej, która, będąc dobrem publicznym, wydała się wartością nadrzędną. Podążając za Autorem, należy stwierdzić, że dotychczasowy paradygmat nadrzędności celu stabilności cen jest w coraz większym stopniu podważany przez praktyczne działania banków centralnych na rzecz większego zaangażowania w dbałość o stabilność finansową. Autor, dokonując przeglądu literatury, wskazał tym samym na niejaki „powrót do korzeni” bankowości centralnej, przypomniał bowiem, że to właśnie potrzeba ustabilizowania systemu bankowego i zapewnienia płynności stanowiła główne przesłanki powołania do życia tychże instytucji.

Książka autorstwa Pawła Smagi porusza zatem niezwykle ważną i aktualną tematykę i stanowi cenną pozycję w piśmiennictwie polskim na temat roli banków centralnych w stabilizowaniu systemu finansowego. W ujęciu problemowym analizowana publikacja dowodzi dużej erudycji Autora, którą potwierdza swoboda poruszania się w bardzo bogatej literaturze przedmiotu, jak również wielowątkowa analiza problemu. Pojęcie stabilności finansowej badane jest tutaj zarówno z punktu widzenia czynników ją determinujących, samego pomiaru zjawiska, narzędzi w dyspozycji władz monetarnych, zarówno o charakterze prewencyjnym, jak i antykryzysowym, oraz zmian w architekturze sieci bezpieczeństwa finansowego, uwzględniających konieczność realizacji nadzoru makroostrożnościowego. Niezwykle udanym zwieńczeniem dzieła jest analiza empiryczna stopnia zaangażowania wybranych banków centralnych w dbałość o stabilność finansową.

Książka posiada przejrzysty i logiczny układ podporządkowany celom i problemom badawczym. Wątki główne rozwijane są w sześciu rozdziałach o charakterze teoretycznym oraz jednym rozdziale prezentującym wyniki badań empirycznych. Wątki poboczne, mniej istotne dla całego wyводу, zamieszczone są w ramkach lub aneksach, co ułatwia zachowanie logicznego porządku prezentowanych treści.

Rozdział pierwszy, w którym dokonano starannego przeglądu imponującej literatury przedmiotu, w dużej części angielskojęzycznej, przyczynił się do uporządkowania i zsyntetyzowania poglądów dotyczących roli banku centralnego w stabilizowaniu systemu finansowego, ukazując jednocześnie wielowątkowość i wielowymiarowość takich pojęć, jak: stabilność finansowa, kryzys finansowy czy ryzyko systemowe. Syntetyczne, często graficzne, zestawienie definicji wymienionych wyżej pojęć pod kątem najważniejszych parametrów i elementów składowych ukazuje dobitnie różnorodność podejść zarówno ze strony cytowanych ekonomistów, jak i analizowanych banków centralnych. Na pochwałę zasługuje podjęty przez Autora wysiłek przejrzystego zestawienia w układzie tabelarycznym elementów poszczególnych definicji, akcentowanych przez rozpatrywanych autorów. Szeroka analiza literatury tematu pozwoliła Autorowi na stworzenie dla celów badawczych własnego ujęcia tytułowego problemu. Autorska definicja określa stabilność finansową jako kondycję systemu finansowego o wybranych cechach, akcentując (1) prawidłową realizację

Copyright of Journal of Law, Economics and Sociology is the property of Faculty of Law and Administration of Adam Mickiewicz University in Poznan and its content may not be copied or emailed to multiple sites or posted to a listserv without the copyright holder's express written permission. However, users may print, download, or email articles for individual use.

Właścicielem praw autorskich do „Ruchu Prawniczego, Ekonomicznego i Socjologicznego” jest Wydział Prawa i Administracji Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza w Poznaniu. Zawartość czasopisma nie może być kopiowana, przesyłana do innych stron internetowych bądź zamieszczana na blogach bez pisemnej zgody wydawcy. Niemniej artykuły można drukować, kopiować lub przysłać w formie elektronicznej na własny użytek.