

# Edmund Pietrzak, Magdalena Markiewicz (red.), *Finanse, bankowość i rynki finansowe*

## Review of the book edited by Edmund Pietrzak, Magdalena Markiewicz *Finance, Banking and Financial Markets*

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006

*Stanisław Owsiak\**

### 1. Uwagi ogólne

Książka jest podręcznikiem akademickim napisanym przez trzynastu autorów wywodzących się z gdańskiego ośrodka nauki finansów. Odpowiedzialność naukową za całe duże przedsięwzięcie przyjął Edmund Pietrzak. Ponadto autorami poszczególnych części są: Krzysztof Dobrowolski, Sławomir Antkiewicz, Honorata Balicka, Iwona Sobol, Barbara Szlabowska, Magdalena Markiewicz, Marcin Okuniewski, Urszula Katarzyna Opacka, Krzysztof Piernicki, Aleksandra Ruchniewicz, Paweł Pietrzak, Monika Szmelter. W podręczniku zamieszczona jest informacja o autorstwie poszczególnych fragmentów pracy.

Zakres tematyczny określono w tytule, chociaż nie wszystkie elementy nauki o finansach, bankowości, a także praktyki finansowej Autorzy potraktowali jednakowo. Przykładowo zabrakło systematyki nauki o finansach, co nie pozwoliło wskazać na najnowsze tendencje w tej nauce – m.in. finanse behawioralne, inżynierię finansową. Nie oznacza to jednak, że dorobek tych subdyscyplin nauki o finansach nie jest uwzględniany w rozważaniach na temat szczegółowych za-

gadnień, jak np. inwestowanie, zarządzanie aktywami i pasywami, kształtowanie portfela. Stosunkowo słabo zaprezentowane zostały zagadnienia z tradycyjnych subdyscyplin, takich jak: finanse publiczne, finanse przedsiębiorstw, ubezpieczenia gospodarcze. Uwaga ta nie jest zarzutem w stosunku do Autorów, którzy tak, a nie inaczej zakreślili obszary rozważań. Jej celem jest podkreślenie, że gdyby czytelnik oczekiwał całościowego spojrzenia na naukę o finansach, to w podręczniku dobrze rozwinięte są tylko wybrane subdyscypliny, inne w mniejszym stopniu, a jeszcze inne są jedynie zasygnalizowane w kontekście rozważań na temat systemu finansowego czy rynku finansowego.

Notabene: jestem zwolennikiem jednolitego podejścia do nauki o finansach, które obejmuje zarówno bankowość, jak i rynki finansowe. Trudno przecież wyobrazić sobie zjawiska finansowe bez pieniądza tworzonego przez banki. Nie można też rozważać zagadnienia rynków finansowych bez pieniądza. Krótko mówiąc: bankowość jest dla mnie subdyscypliną nauki o finansach; podobnie jest z rynkami finansowymi. Pisząc to, zdaję sobie sprawę, że podejście do pieniądza i zjawisk pieniężnych jest zróżnicowane zarówno na świecie, jak

\* Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Katedra Finansów.

i w Polsce. Propozycję systematyzacji nauk o finansach przedstawił ostatnio S. Flejterski (2006). Sądzę, że warto było też uwzględnić pracę Z. Fedorowicza (1992). Próbę uporządkowania subdyscyplin nauki o finansach można również znaleźć w moim podręczniku (Owsiak 2002), a także w pracy Korenik, Korenik (2004).

Podejście do nauki o finansach jest więc różne, czego przykładem może być praca takich autorów jak: A.A. Gropelli i E. Nikbakht (1999). Nie bez znaczenia są też względy marketingowe. Autorzy uznali, że taki tytuł jest adekwatny do treści i lepiej służy celom marketingowym. Podzielałam taki pogląd, jednak z pewnymi zastrzeżeniami, dotyczącymi skromnego ujęcia niektórych wymienionych subdyscyplin.

Rozważania zawarte w pracy zostały ujęte w siedemnaście rozdziałów. Ze względu na stosunkowo dużą objętość dzieła i znaczną liczbę rozdziałów można było pokusić się o podział pracy na trzy części, które są wyraźnie zarysowane w treści podręcznika, a więc: a) system finansowy, b) bankowość, c) rynki finansowe. Taka konstrukcja pracy nadałaby jej większą przejrzystość.

Książka oparta jest na bogatej literaturze, głównie polskojęzycznej. Charakteryzując polski system finansowy oraz instrumenty finansowe, podano akty prawne. W książce sformułowano wiele zadań, dołączając ich rozwiązania. Ponadto każdy rozdział kończy seria pytań weryfikujących znajomość przestudiowanych zagadnień. Lepszemu zrozumieniu omawianych kwestii służą tzw. ramki oraz zwrócenie uwagi czytelnika na rozważane treści za pomocą notek na marginesie tekstu głównego. Wątpliwe jest natomiast wyróżnianie dużych fragmentów tekstu pogrubioną czcionką (np. na s. 436–438), gdyż uwaga czytelnika jest wtedy mniej skoncentrowana. Ogólnie rzecz biorąc, pod względem warsztatowym podręcznik jawi się jednak jako dzieło napisane nowocześnie, aktywizujące czytelnika, ułatwiające zrozumienie istoty zjawisk i procesów finansowych, zwracające uwagę czytelnika na główne pojęcia. Daje też szansę kontroli poziomu zaawansowania studiów prezentowanych zagadnień.

## 2. Charakterystyka metody

Autor przystępujący do pisania podręcznika, staje przed wieloma dylematami. Jeden z nich sprowadza się do tego, czy i jak duża powinna być część teoretyczna (problemowa), prezentująca dorobek badawczy w danej dyscyplinie naukowej, oraz czy i w jakim stopniu prezentować część empiryczną. Jeżeli chodzi o część empiryczną, to w przypadku nauki o finansach sprawa dotyczy opisu istniejącego systemu finansowego, a więc instytucji działających w konkretnym systemie, instrumentów finansowych, podstaw prawnych i organizacyjnych działalności podmiotów posługujących się pieniądzem. Jednak nie wyczerpuje to empirii, gdyż składają się na nią

przede wszystkim zjawiska i procesy pieniężne występujące obiektywnie zarówno w danej gospodarce (kraju), jak też w wymiarze międzynarodowym. Z tym ostatnim wymiarem wiąże się następny dylemat. Chodzi w nim o zachowanie proporcji pomiędzy opisem oraz analizą systemu i zjawisk w danym kraju – z jednej strony – a opisem oraz analizą systemu i zjawisk w innych krajach – z drugiej strony. W nauce o finansach jest jeszcze jeden aspekt międzynarodowy, związany właśnie z instytucjami finansowymi oraz rynkami finansowymi o charakterze regionalnym i globalnym.

Kolejny dylemat, który należy rozstrzygnąć przy pisaniu podręcznika, dotyczy możliwości dwojakiego podejścia do badanych (rozważanych) rozwiązań systemowych. Chodzi tutaj o podejście pozytywne (opisowe) i podejście normatywne. Podejście normatywne jest raczej niemożliwe bez problemowego ujęcia opisywanej rzeczywistości.

Jeżeli jest to dzieło, którego misją jest edukacja, to warto rozważyć, czy dla lepszego zrozumienia zjawisk finansowych nie należałoby zamieścić przykładów – na liczbach dowolnych lub zaczerpniętych z empirii.

Przygotowanie dobrego podręcznika jest – moim zdaniem – jednym z najtrudniejszych przedsięwzięć pisarskich. Nieprzypadkowo podręczniki są opracowywane przez autorów o rozwiniętym warsztacie pisarskim, osoby, które mają znaczny dorobek badawczy i publikacyjny, a także – co ważne – doświadczenie dydaktyczne.

Zwracam uwagę na to dlatego, że recenzowany podręcznik tylko w pewnym stopniu odpowiada tym kryteriom. Nie licząc głównego redaktora naukowego książki – profesora Edmunda Pietrzaka, który jest autorem stosunkowo niewielkiej części podręcznika – tylko kilka osób z zespołu autorskiego legitymuje się dużym doświadczeniem dydaktycznym, jak też znacznym dorobkiem naukowym. Inni współautorzy podręcznika mają z kolei doświadczenie z pracy w różnych instytucjach finansowych. Ten profesjonalny, intelektualny kapitał został – używając języka finansów – zdyskontowany w charakterystyce wybranych instytucji finansowych, w analizie instrumentów finansowych. Najlepszym tego przykładem jest zaprezentowanie szczególnej instytucji finansowej, jaką jest *dealing room*.

Odnosząc się do wymienionych wcześniej dylematów, których lista zapewne jest niepełna, można scharakteryzować oceniany podręcznik jako dzieło, w którym zdecydowanie przeważa pozytywne (opisowe) podejście, z pominięciem ujęcia normatywnego. Wyjątkiem w tym zakresie jest fragment poświęcony integracji walutowej Polski z Unią Gospodarczą i Walutową.

Podręcznik omawia rozwiązania systemowe krajowe, jak też wybrane zagraniczne, w tym o charakterze globalnym. Podobnie prezentuje warstwę empiryczną, a więc dane o zjawiskach i procesach finansowych, które występują w Polsce i za granicą. Można zatem stwier-

dzic, że Autorzy dotrzymali deklaracji zawartej we „Wstępie”, iż będą starali się zachować względną równowagę pomiędzy problematyką krajową a zagraniczną.

Dostrzegając wiele zalet opisowego podejścia do rozwiązań systemowych, nie można też nie dostrzec słabszych stron takiego ujęcia rozważanych zagadnień. W niektórych fragmentach podręcznika takiego teoretycznego (problemowego) podejścia wyraźnie brakuje. Przykładem tego jest brak chociażby skromnej części teoretycznej poświęconej finansom jako dyscyplinie nauk ekonomicznych, a zwłaszcza teoretycznych podstaw współczesnego pieniądza. Gdyby taki fragment był w podręczniku, a ściślej gdyby stanowił on wstęp do studiów, to zapewne w tym kontekście możliwe byłoby wyeksponowanie związku zjawisk pieniężnych ze zjawiskami realnymi. Inaczej powstaje – prawdopodobnie w sposób niezamierzony – wrażenie, że pieniądz, zjawiska finansowe należą do wyalienowanego świata finansów, oderwanego od zjawisk realnych. Wrażenie to potęguje potrzebna i wartościowa skądinąd prezentacja wyrafinowanych instrumentów pieniężnych. Jednakże pieniądz i kategorie pieniężne są dla mnie przede wszystkim kategoriami społecznymi. Zwracam na to uwagę, gdyż niekiedy obserwuję nazbyt instrumentalne, narzędziowe podejście do pieniądza i finansów, co sprzyja uleganiu iluzji pieniądza, jakkolwiek pojęcie to jest interpretowane.

W podręczniku główny akcent w opisie finansów, bankowości oraz rynków finansowych położony jest na rynki finansowe. Przedmiot rozważań Autorzy określili wyraźnie we „Wstępie”: „... nasz podręcznik jest zorientowany na rynki finansowe i rynek walutowy (...) Uznaliśmy bowiem, że dla czytelnika najważniejsza w poznawaniu świata finansów i banków jest zdolność do umiejętnego poruszania się właśnie na tych rynkach” (s. 9). W respektowaniu tego credo Autorzy są konsekwentni.

Inną cechą przyjętej metody jest unikanie problemowego podejścia do rozważanych zagadnień. Autorzy tłumaczą to tym, że problemowe podejście zarezerwowane jest dla zajęć dydaktycznych. Nie negując takiego podejścia do rozważanych zagadnień, sądzę, że argumentacja taka nie jest przekonująca. Wydaje się, że ważne byłoby na wstępie oznajmienie, że podręcznik jest przeznaczony dla czytelnika z pewnym przygotowaniem w zakresie mikro- i makroekonomii.

Pieniądz i finanse mają wymiar mikroekonomiczny i makroekonomiczny. Studiując podręcznik, zauważa się wyraźne dysproporcje na rzecz perspektywy mikroekonomicznej. Elementy makroekonomii są skromne. Brakuje tutaj podejścia, które istnieje w literaturze z zakresu ekonomii finansów. Zwracam uwagę Autorów na interesującą pod tym względem pozycję, która ukazała się ostatnio na polskim rynku, pt. *Mikroekonomia bankowa* (Xavier, Rochet 2007). Może być przydatna przy opracowaniu kolejnego wydania podręcznika.

### 3. Ocena szczegółowa

Punktem wyjścia do rozważań jest *system finansowy i walutowy* (rozdział pierwszy). Nasuwa się wątpliwość, czy tworzenie takiej zbitki pojęciowej jest słuszne. Według mnie system walutowy jest podrzędny w stosunku do systemu finansowego, ale jest to znowu kwestia umowna. Jeżeli Autorzy podręcznika zrezygnowali z teoretycznego (problemowego) podejścia do nauki o finansach, to sądzę, że pewne minimalne teoretyczne podstawy finansów powinny być zawarte właśnie w pierwszym rozdziale, poświęconym systemowi finansowemu. Pozytywnym – jak sądzę – przykładem takiego podejścia jest praca W. Dębskiego (2005).

Dobrym punktem wyjścia do rozważań i refleksji teoretycznej mogłyby być funkcje systemu finansowego. Autorka tego fragmentu podręcznika zwraca uwagę na różnice w definiowaniu systemu finansowego, ale nie określa wprost, która definicja jest jej bliższa. Nie sądzę jednak, aby można było przyjąć, że podejście specjalistów do koncepcji systemu finansowego różni się tylko ich stosunkiem do systemu walutowego. Sama Autorka stwierdza przy tym, powołując się na E. Pietrzaka, że instytucje finansowe i instytucje walutowe są często tymi samymi instytucjami (s. 14). Wydaje się też, że Autorka zbyt łatwo przeszła od systemu finansowego do systemu walutowego, koncentrując swoje rozważania na tym ostatnim. Widać także, że zbyt silnie przywiązała się do jednej pozycji traktującej o systemie finansowym, a ściślej do fragmentu książki pt. *System finansowy w Polsce* (Pietrzak et al. 2003), napisanego przez Z. Polańskiego. Dotyczy to rozważań na temat instytucji finansowych, instrumentów finansowych i rynków finansowych. Podejście takie jest dopuszczalne w podręczniku, ale sądzę, że wymaga to pewnej pracy twórczej, polegającej chociażby na przedstawieniu różnych ujęć systemu finansowego w literaturze krajowej i zagranicznej. Wymienię trzy przykładowe podręczniki z literatury w języku angielskim: Bain (1992); Buckle, Thompson (2004); Hubbard (2007), z polskich zaś najnowszą pozycję M. Górskiego (2007).

Porównanie różnych koncepcji systemu finansowego byłoby znakomitą okazją do pewnych odniesień teoretycznych, problemowych, właśnie w tym miejscu podręcznika, czyli na początku rozważań.

Od przyjętej opisowej konwencji podręcznika odchodzi fragment poświęcony wejściu Polski do strefy euro. Z innych publikacji Autora wynika, że prof. E. Pietrzak nie jest zwolennikiem szybkiego wejścia naszego kraju do Unii Gospodarczej i Walutowej. W kwestii tej również wyrażam pogląd, że warunkiem przyjęcia euro powinna być realna, a nie nominalna konwergencja gospodarki polskiej z gospodarkami krajów należących już do UGW. Skoro Autor złamał konwencje podręcznika, co zresztą oznajmił we „Wstępie”, to należało – moim zdaniem – szerzej omówić główne nurty debaty, która jest

prowadzona wśród ekonomistów w Polsce. W debacie tej przedstawione są szersze argumenty za rychłym przystąpieniem Polski do UGW i przeciw temu.

Zaprezentowane przez Autora poglądy trudno jest kwestionować, ale w tej sprawie konieczne byłoby szersze wskazanie także zalet wcześniejszego wprowadzenia euro. Autor przytacza wprawdzie te korzyści (s. 68), ale zgłasza – i słusznie – wątpliwości co do ich skali. E. Pietrzak krytycznie odnosi się do stanowiska NBP jako zdecydowanego zwolennika szybkiego wejścia do strefy euro. Według mojej wiedzy Narodowy Bank Polski nie wykazywał aż tak silnej determinacji do szybkiego przystąpienia Polski do jednolitego obszaru walutowego. Wręcz przeciwnie, w NBP dostrzegano różnorakie ryzyko z tym związane, czego wyrazem jest wiele publikacji na ten temat (por. np. NBP 2004), chociaż istotnie oficjalne dokumenty Rady Polityki Pieniężnej zawierają uniwersalną (kanoniczną) formułę o konieczności przystąpienia Polski do strefy euro w możliwe najkrótszym czasie. W okresie, o którym pisze prof. E. Pietrzak, a więc w IV kadencji Sejmu, istotnie dało się zauważyć deklaracje o konieczności wejścia do ERM2 zgłaszane przez rząd, a w szczególności przez kolejnych ministrów finansów. Nie bardzo też można się zgodzić z tezą, że zwolennicy szybszego wejścia Polski do strefy euro „...najczęściej nie definiują celu zastąpienia złoto przez euro, zakładając automatycznie, że jest nim po prostu przyjęcie waluty europejskiej, które samo w sobie ma być rozwiązaniem lepszym od jakiegokolwiek innego, np. późniejszego przyjęcia euro” (s. 60). Sądzę, że jest to krytyka zbyt daleko posunięta, a podobny zarzut można przecież sformułować wobec zwolenników późniejszego przyjęcia euro czy w ogóle odwołania tej decyzji w nieskończoność. Profesor E. Pietrzak zwraca uwagę na fakt niedoceniaenia silnych kontrargumentów, eksponuje m.in. utratę autonomii w zakresie polityki pieniężnej i kursowej. Trzeba jednak pamiętać, że wraz z podpisaniem traktatu akcesyjnego Polska zrzekła się autonomii w wielu sferach gospodarki. Nie ma przecież pewności, że wszystkie rozwiązania (dyrektywy), dotyczące podatków, kwestii fiskalnych, pomocy publicznej, rolnictwa, rynku pracy itd. są i zawsze będą korzystne dla gospodarki. Stąd też odwołanie przyjęcia euro tworzy sytuację, w której Polska i tak utraciła istotną część autonomii w sferze ekonomicznej, co może prowadzić do wysokich kosztów gospodarczych i społecznych (nasuwa się tutaj przykład narzuconych Polsce kontyngentów płodów rolnych), a jednocześnie nie ma korzyści z konwergencji walutowej. Są to wszystkie kwestie dyskusyjne, a głos prof. E. Pietrzaka był i jest doniosły, także w niniejszym podręczniku, co należy odnotować z uwagą.

Studiowanie pierwszego rozdziału utwierdza mnie w przekonaniu, że jego konstrukcja powinna być inna. W obecnym kształcie takie zagadnienia, jak: *Droga złota do pełnej wymienialności, Europejska Unia Go-*

*spordacza i Walutowa, Polska droga do euro*, powinny być ujęte w odrębny rozdział.

Rozdział drugi poświęcony jest finansom publicznym oraz polityce fiskalnej. Zawiera elementarną wiedzę, bardzo wybiórczo potraktowaną. Brak tutaj refleksji teoretycznej na temat roli państwa w gospodarce rynkowej, do czego zobowiązywałby element tytułu tego rozdziału: polityka fiskalna. Sądzę, że w następnych wydaniach książki można by politykę fiskalną zaprezentować w konwencji, którą przyjąłem, pisząc podręcznik do nauki o finansach publicznych (Owsiak 2005).

Proporcje tego rozdziału są wyraźnie naruszone na rzecz opisowego podejścia, nawiązującego raczej do aktów prawnych będących podstawą systemu finansów publicznych niż do polityki fiskalnej. Wobec stosunkowo skromnej objętości tego rozdziału pewnym zaskoczeniem jest fragment poświęcony, z detalami, zamówieniom publicznym.

Odnoszę też wrażenie, że w obecnym kształcie rozdział ten jest trochę sztucznie zamieszczony w całej konstrukcji pracy, aby – jak sądzą – spełnić wymóg całościowej prezentacji nauki o finansach, co zresztą i tak się nie udało i na co zwracałem już uwagę. Sądzę, że lepszym rozwiązaniem byłoby pogłębione przedstawienie instytucji państwa jako podmiotu systemu ekonomicznego i finansowego, który przecież konstytuuje system gospodarczy, tworzy organizacyjne i prawne podstawy funkcjonowania rynku w ogóle, w tym rynku pieniężnego, walutowego, kapitałowego itd. W rozdziale tym zwraca również uwagę niekonsekwencja metody prezentacji poszczególnych zagadnień. Gdy chodzi o całą pracę, zauważa się względną równowagę pomiędzy częścią systemową a częścią empiryczną. W przypadku tego rozdziału zupełnie brakuje danych empirycznych, dotyczących chociażby wielkości oraz struktury dochodów i wydatków publicznych, nierównowagi budżetowej, długu publicznego. Ze względu na rozważania o kryteriach zbieżności bardziej pożyteczne, niż np. enumeratywne wymienianie rodzajów dochodów gmin, byłoby przedstawienie zagadnienia bilansu skonsolidowanego sektora finansów publicznych, sposobu liczenia salda tego bilansu oraz jego kształtowania się w ostatnich latach i perspektywy obniżenia deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB. Jest o tyle ważne, że potocznie saldo budżetu państwa jest mylone z saldem sektora finansów publicznych. Koncepcje tego rozdziału również warto byłoby przemyśleć w następnym wydaniu książki.

W rozdziale trzecim pt. *System bankowy* zostały przedstawione podstawowe wiadomości z zakresu bankowości. Powinien po nim następować, jak sądzą, rozdział o bankowości centralnej jako takiej, a także o pozycji Narodowego Banku Polskiego w systemie bankowym naszego kraju (w obecnym układzie podręcznika jest to treść rozdziału piątego). Rozwiązanie takie sprzyjałoby spójności rozważań. Obecny rozdział czwarty

pt. *Budowa rynkowego systemu bankowego w Polsce* powinien być natomiast usytuowany po rozdziałach traktujących o bankowości tradycyjnej, inwestycyjnej, hipotecznej, elektronicznej.

Rozdział czwarty pt. *Budowa rynkowego systemu bankowego w Polsce* zaprezentowano w konwencji opisowej. Zawiera on wiele informacji o charakterze już historycznym. Sądzę, że czytelnik oczekiwałby pewnych ocen zmian, które zachodziły w polskim sektorze bankowym, takich jak prywatyzacja, udział kapitału zagranicznego w sektorze bankowym, procesy konsolidacyjne. Do pewnego stopnia funkcję taką spełnia ostatni fragment tego rozdziału pt. *Tendencje rozwoju systemu bankowego w Polsce na tle bankowości europejskiej*, ale w stopniu niewystarczającym. Brakuje mi, w tym rozdziale odniesienia do kryzysu bankowego, który wystąpił w Polsce w trakcie budowy sektora banków komercyjnych (lata 1993–1994), interwencji państwa (zarówno NBP, jak i ministra finansów) i opanowania kryzysu. Warto byłoby też wspomnieć o problemach z nadpłynnością sektora bankowego w Polsce, którą obserwujemy od wielu lat. Nasuwa się jedna uwaga terminologiczna. Autorka rozdziału czwartego użyła określenia „odpośredniczenie” funkcji banku komercyjnego przez inne instytucje finansowe. Dostrzegam trudność ze znalezieniem właściwego słowa w języku polskim, ale użyte przez Autorkę określenie jest dla mnie rażące i przynajmniej powinno być ujęte w cudzysłów. Należałoby się zastanowić, czy nie lepiej pozostać przy wywodzącym się z języka angielskiego określeniu *dezintermediacja*.

Rozdziały szósty, siódmy i ósmy zostały poświęcone kolejno: bankowości inwestycyjnej, bankowości hipotecznej i bankowości elektronicznej. Na tym tle rodzi się refleksja, czy w kolejnym wydaniu książki nie powinny być poprzedzone rozdziałem o bankowości tradycyjnej. W obecnym układzie podręcznika zagadnienia te są ujęte w rozdziale trzecim pt. „System bankowy”.

Rozdział dziewiąty pt. *Nadzór nad systemem bankowym oraz gwarantowanie depozytów* opisuje system istniejący w Polsce. Nie licząc skąpej treści, zawartej na s. 218–219, poświęconej istocie i rodzajom nadzoru bankowego, Autorka ograniczyła się do opisu polskiego nadzoru bankowego. Brakuje natomiast wskazania zalet i wad określonego modelu nadzoru bankowego. Jest to zagadnienie ważne ze względu na toczącą się dyskusję na temat zmian w nadzorze bankowym oraz przyjęte w Polsce rozwiązania, które nadal są przedmiotem krytyki, a także podjęte działania mające na celu zatrzymanie nadzoru bankowego w strukturach NBP (próba nowelizacji ustawy o nadzorze nad rynkami finansowymi z 7 lipca 2006 r.).

Tematem rozdziału dziesiątego są rynek walutowy i ryzyko kursowe. Rozdział ten różni się od poprzednich tym, że wiedza na temat rynku walutowego oraz kursu walutowego jest weryfikowana licznymi przykładami

i symulowane obliczenia, które pozwalają lepiej zrozumieć istotę transakcji walutowych, wskazać nie tylko rodzaje ryzyka walutowego, ale także jego skutki i możliwości jego ograniczania za pomocą różnych instrumentów. Specjalne miejsce w tym rozdziale, a właściwie w całym podręczniku, zajmuje opis funkcjonowania *dealing room*. Ten fragment podręcznika jest jednym z jego licznych walorów.

Zagadnienia rynku kapitałowego stanowią treść rozdziału dwunastego. Jest to jeden z najlepszych rozdziałów podręcznika. Zawiera podstawy ekonomiczne i prawne rynku kapitałowego w Polsce, opis instytucji tworzących rynek kapitałowy, przegląd instrumentów stosowanych w Polsce oraz metody ich wyceny, charakterystykę rynku kapitałowego w Polsce w ujęciu historycznym, ocenę rozwoju rynku kapitałowego w Polsce na tle światowego rynku, prezentację międzynarodowego rynku kapitałowego, a także wybranych instrumentów międzynarodowego rynku kapitałowego.

Wiedzę z zakresu rynku kapitałowego wzbogaca omówienie ważnych zagadnień związanych z nadzorem nad tym rynkiem. Omówione zostały modelowe rozwiązania nadzoru występujące w różnych krajach, a na tym tle regulacje polskie w zakresie *corporate governance*. Za wartościowy fragment tego rozdziału należy uznać zaprezentowanie roli Unii Europejskiej w promowaniu dobrych praktyk w zakresie nadzoru nad spółkami. Sądzę, że przedstawione rozważania mogłyby być wzbogacone wyraźniejszym (*explicite*) omówieniem kwestii *moral hazard*.

Następnemu etapowi studiowania problematyki rynku kapitałowego służy rozdział czternasty pt. *Fundusze inwestycyjne*. Ma on stosunkowo skromną objętość, zarówno w stosunku do innych rozdziałów, jak też rangi problematyki. Sądzę więc, że w następnym wydaniu podręcznika warto byłoby rozbudować ten rozdział, lepiej prezentując rozwój funduszy inwestycyjnych w Polsce. Dobrze byłoby pokazać rozwój funduszy inwestycyjnych na tle innych instytucji finansowych. Wartościowe byłoby przedstawienie czytelnikowi porównania dynamicznego rozwoju tych instytucji finansowych przy zastosowaniu różnych mierników, np. agregatów (aktywa) i wskaźników (rentowność). Należy żałować, że Autor nie przedstawił stanu i rozwoju funduszy inwestycyjnych za granicą, chociażby w wybranych krajach (np. USA, Japonii, Wielkiej Brytanii). Warto się zastanowić, czy nie należałoby więcej napisać na temat strategii inwestowania towarzystw funduszy inwestycyjnych. Wydaje się też godne zastanowienia, czy w ramach rozdziału podręcznika poświęconego funduszom inwestycyjnym nie należałoby krótko opisać tzw. fundusze alternatywne, fundusze hedgingowe, które wprawdzie jeszcze nie działają w Polsce, ale odgrywają istotną rolę na światowych rynkach finansowych (por. np. EBC 2006). Podejście takie byłoby tym łatwiejsze, że sygnalizowałoby rozwinięcie kategorii hedgingu przy

okazji charakterystyki tych instrumentów w dalszej części podręcznika (s. 416). Nasuwa się uwaga natury piarskiej: funduszom nadano cechy podmiotu (fundusze zarządzają), podczas gdy chodzi o towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które zarządzają rodziną funduszy (*family funds*). Zwraca uwagę brak nowszej literatury zalecanej czytelnikowi. Tymczasem od ukazania się wskazanej przez Autora publikacji na temat funduszy inwestycyjnych wydano wiele książek i jeszcze więcej prac rozproszonych. Podaję przykłady książek, które ukazały się ostatnio: Szela (2003); Bojańczyk (2005); Gabryelczyk (2006).

Rozdział piętnasty został poświęcony rynkowi kredytowemu. Treść tego rozdziału nie jest jednak adekwatna do tytułu. Niewiele mamy tutaj o rynku kredytowym, a rozważania poświęcone są istocie kredytu bankowego, rodzajom kredytów, zasadom udzielania kredytów bankowych, zabezpieczeniu kredytów itd. Brakuje natomiast szerszego omówienia zagadnień związanych z koncepcją zdolności kredytowej. W następnym wydaniu podręcznika warto byłoby też rozważyć, czy rozdział ten nie powinien być znacznie wcześniejszy. Mógłby być podstawową częścią brakującego rozdziału – o czym już wspominałem – poświęconego bankowości tradycyjnej. Stworzenie takiego rozdziału byłoby też dobrą okazją do szerszego niż w obecnym ujęciu przedstawienia zagadnień związanych z depozytami bankowymi. Zagadnienie depozytów bankowych jest w ogóle potraktowane – moim zdaniem – marginesowo, co nie powinno mieć miejsca w podręczniku poświęconym finansom oraz bankowości.

Utrzymanie nazwy rozdziału *Rynek kredytowy* wymagałoby empirycznej egzemplifikacji konkretnego (np. polskiego) rynku kredytowego, oferty kredytowej banków w różnych przekrojach, zmian zachodzących na takim rynku itd.

Dwa ostatnie rozdziały podręcznika dotyczą stosunkowo nowych zjawisk na rynkach finansowych. Pierwsze zagadnienie omówiono w rozdziale pt. *Sekurytyzacja* (rozdział szesnasty). Zawiera on udaną prezentację koncepcji sekurytyzacji, jej genezy, rodzajów, znaczenia dla zarządzania aktywami banku komercyjnego, a także przedsiębiorstwa. Sekurytyzacja jest jeszcze mało zna-

na, ale możliwości jej zastosowania rosną wraz rozwojem stosunków finansowych w Polsce, nie tylko zresztą w sektorze gospodarki (por. np. Chmielewski 2002). Z tego względu przedstawione w podręczniku rozważania na ten temat mają duży walor poznawczy i praktyczny. Sądzę, że warto byłoby zaproponować czytelnikowi polską literaturę o charakterze monograficznym. Podaję dwie przykładowe pozycje: Półtorak (2005); Raczkowska (2000).

W ostatnim rozdziale pt. *Rynek pochodnych instrumentów finansowych* (rozdział siedemnasty) zaprezentowane zostały instrumenty pochodne, ich rola na rynku finansowym, zarówno giełdowym, jak i pozagiełdowym, na świecie oraz w Polsce. Przedstawiono krótką historię instrumentów pochodnych, a także perspektywy rozwoju rynku instrumentów pochodnych w Polsce. Rozdział ten należy również do najciekawszych.

\* \* \*

Przedstawione powyżej krytyczne uwagi dotyczące struktury podręcznika, ujęcia poszczególnych zagadnień mają – rzecz jasna – charakter dyskusyjny. Ich celem nie jest pomniejszanie dużych walorów poznawczych i dydaktycznych tego dzieła, lecz założenie, że zespół pod kierunkiem prof. Edmunda Pietrzaka podejmie wysiłek drugiego wydania podręcznika. Jest to zrozumiałe wobec dynamicznych zmian ilościowych i jakościowych zachodzących w sektorze finansowym, zarówno w wymiarze globalnym, jak i krajowym. Uwagi te były podjęte także tym, że przedmiotem recenzji jest dzieło zbiorowe, wykonane przez trzynastu Autorów. Jest więc szansa, że przy następnym wydaniu zyska większą spójność.

Podręcznik pt. *Finanse, bankowość i rynki finansowe* pod redakcją naukową Edmunda Pietrzaka i Magdaleny Markiewicz wzbogaca ofertę literatury dla studentów ekonomii, finansów oraz innych specjalności. Jest też cennym źródłem wiedzy o budowie i funkcjonowaniu systemu finansowego, podsystemu bankowego, rynków finansowych w Polsce. Rozważania i analizy prowadzone są na tle rozwiązań międzynarodowych, uwzględniają najnowsze tendencje w sektorze finansowym, zarówno w ujęciu krajowym, jak i zagranicznym.

## Bibliografia

- Bain A.D. (1992), *The Economics of the Financial System*, Blackwell Publishing, Oxford.
- Bojańczyk M. (2005), *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Buckle M., Thompson J.L. (2004), *The U.K. Financial System: Theory and Practice*, Manchester University Press, Manchester.
- Chmielewski D. (2002), *Sekurytyzacja – lekarstwo na szpitalne długi?*, „Służba Zdrowia”, nr 19–22 (3115–3118), <http://www.sanitas.com.pl/html/more3115d.php>.
- Dębski W. (2005), *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

- EBC (2006), *Fundusze hedgingowe: rozwój i implikacje prawne*, „Biuletyn Miesięczny”, styczeń, s. 14–29.
- Fedorowicz Z. (1992), *Podstawy teorii finansów*, Poltext, Warszawa.
- Flejterski S. (2006), *Podstawy metodologii finansów. Elementy komparatystryki*, Wydawnictwo Economicus, Szczecin.
- Gabryelczyk K. (2006), *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Górski M. (2007), *Rynkowy system finansowy*, PWE, Warszawa.
- Gropelli A.A., Nibakht E. (1999), *Wstęp do finansów*, WIG-Press, Warszawa.
- Hubbard, R.G. (2007), *Money, the Financial System, and the Economy*, Addison Wesley Longman, Boston.
- Korenik D., Korenik S. (2004), *Podstawy finansów*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- NBP (2004), *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, Warszawa.
- Owsiak S. (2002), *Podstawy nauki finansów*, PWE, Warszawa.
- Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B. (red.) (2003), *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Półtorak B. (2005), *Sekurytyzacja kredytu hipotecznego. Na podstawie działalności banków hipotecznych*, CeDeWu, Warszawa.
- Raczkowska I.A. (2000), *Sekurytyzacja należności bankowych*, Wydawnictwo KiK Konieczny i Kraszewski, Warszawa.
- Szeląg T. (2003), *Hedging w teorii i praktyce*, Wydawnictwo Przecinek, Wrocław.
- Xavier F., Rochet J.C. (2007), *Mikroekonomia bankowa*, CeDeWu, Warszawa.

# Charles van Marrewijk, Daniel Ottens, Stephan Schueller, *International Economics. Theory, Application, and Policy*

## Review of the book by Charles van Marrewijk, Daniel Ottens, Stephan Schueller, *International Economics. Theory, Application, and Policy*

Oxford University, Oxford, New York i in. 2007

Elżbieta Czarny\*

Wydanie w Stanach Zjednoczonych książki europejskiego autora zdarza się dość rzadko. Uzyskanie przez nią międzynarodowego rozgłosu jest unikalne. Powszeczenie bowiem wiadomo, że w uczelniach i instytutach badawczych USA skupia się najwięcej laureatów Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii. Tamtejsze studia doktoranckie są najlepszą przepustką do pracy w renomowanych ośrodkach naukowych (wiele z nich w ogóle nie interesuje się kandydatami doktoryzowanymi poza USA). W Stanach Zjednoczonych powstają więc najpopularniejsze podręczniki, które piszą – wychowani tam w duchu głównego nurtu ekonomii – najzdolniejsi adepci. Charles van Marrewijk z Uniwersytetu Erazma w Rotterdamie przelamuje ten stereotyp, a jego *International Economics* (z podtytułem *Theory, Application, and Policy*) zdobywa uznanie także w USA (książka powstała we współpracy z Daniëlem Ottensem i Stephanem Schellerem, którzy przygotowali zadania zamieszczone na końcu każdego rozdziału). Żeby jednak peany na cześć van Marrewijka nie przywodziły na myśl bajki o Kopciuszku, dodam, że choć studia autor odbył w Europie i w Europie pracuje naukowo, to jednak doktorat przygotował i obronił w Stanach Zjednoczonych...

Trudno się dziwić błyskotliwej karierze książki *International Economics* van Marrewijka (wydanej przez Oxford University Press), gdyż odbiega ona od standardowego podejścia, jakie od dziesięcioleci powielają podręczniki ekonomii międzynarodowej, i ustanawia nowe wzorce. Studiując ogólny plan książki, nie ma się

wrażenia odmienności – podział na części dotyczące handlu i pieniądza międzynarodowego (czyli w uproszczeniu na mikro- i makroekonomiczną część ekonomii międzynarodowej) jest standardem (u van Marrewijka te części poprzedza wprowadzenie złożone z dwóch rozdziałów, z których pierwszy traktuje o gospodarce światowej, drugi zaś o bilansie płatniczym). Taką strukturę ma np. Caves et al. (1998), a spośród najnowszych prac wydanych w USA np. Husted, Melvin (2007). Uważna lektura ujawnia jednak duże różnice.

Van Marrewijk dużo więcej uwagi niż inni autorzy podobnych publikacji poświęca zarówno nowym nurtom ekonomii międzynarodowej (m.in. nowa geografia ekonomiczna, niedoskonałości rynków międzynarodowych i ich skutki), jak i praktycznym zastosowaniom teorii (mistrzowska analiza debaty nad związkiem twierdzenia Stopera–Samuelsona z niedostatecznie szybkim wzrostem płac pracowników niewykwalifikowanych w USA i rosnącym bezrobociem we Francji w rozdziale 5.). Ponadto w podstawowych podręcznikach ekonomii międzynarodowej brakowało dotąd analizy sposobów wprowadzania na rynek nowych dóbr i łączenia tego faktu z problemami wzrostu gospodarczego (u van Marrewijka ta problematyka znajduje się w rozdziale 16.). Oczywiście, autor nie pomija dominujących przez dziesięciolecia analiz przewag komparatywnych (zob. rozdz. 3–7), jednak bardzo szczegółowo (i przejrzysto) omawia przewagi konkurencyjne wynikające z niedoskonałości konkurencji na rynkach

\* Szkoła Główna Handlowa, Kolegium Gospodarki Światowej, Instytut Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych.



międzynarodowych (rozdziały 9–10 oraz 12–13), a także związki handlu z innymi formami współczesnej współpracy gospodarczej (rozdziały 14–17).

Interesującym pomysłem jest wbudowanie problematyki polityki handlowej w analizę poszczególnych modeli handlu. Omawiając protekcjonizm w warunkach doskonałej konkurencji, autor kontynuuje rozważania o tradycyjnych modelach handlu. Po wspomnianej analizie przewag komparatywnych w rozdziałach 3–7 w rozdziale 8. omawia politykę handlu i jej skutki dla międzynarodowych rynków doskonale konkurencyjnych. Z kolei po rozdziale 10., traktującym o handlu wewnątrzgałęziowym, pisze o strategicznej polityce handlu – rozdział 11. Rozdział 11. w ogóle jest wart szczególnej uwagi, gdyż poza bardzo przejrzystym opisem wspomnianej wcześniej strategicznej polityki handlowej zawiera znakomicie napisaną analizę sposobów zaostrożenia konkurencji na rynkach narodowych dzięki otwarciu gospodarki oraz interesujące rozważania o odmiennych skutkach stosowania różnych instrumentów protekcji w warunkach doskonałej i niedoskonałej konkurencji.

Część mikroekonomiczną van Marrewijk uzupełnia analizą działalności firm wielonarodowych (wraz z przedstawieniem modelu równowagi ogólnej uwzględniającego ich istnienie – zob. rozdział 15.), wspomnianą prezentacją wprowadzania nowych produktów (rozdział 16.) oraz omówieniem problemów związanych z zastosowaniem teorii do modelowania polityki gospodarczej (w tym zwłaszcza polityki handlu, rozdział 17.).

Część dotyczącą pieniądza międzynarodowego uważam za nieco mniej błyskotliwą, choć niewątpliwie także ona odbiega od standardu. Składa się na nią 14 rozdziałów podzielonych na trzy części traktujące o pieniądzu (rozdziały 18–22), kursach walutowych (rozdziały 23–26) oraz polityce kursów walutowych i jej wiarygodności (rozdziały 27–31). Pierwszy w tej części rozdział 18. do złudzenia przypomina rozdział podręcznika z podstaw makroekonomii traktujący o pieniądzu i jego funkcjach. Jest to jedyny fragment, który mnie rozczarował. On w ogóle nie pasuje do tej książki! Wyraźnie odbiega bowiem stopniem zaawansowania od całej reszty: jest po prostu zbyt łatwy. Poza tym funkcje pieniądza są wystarczająco szeroko omawiane na podstawowym kursie makroekonomii, by przyjąć jako pewnik, że każdy studiujący bardziej złożone aspekty ekonomii już się z nimi zaznajomił. Umieszczenie w podręczniku takiego elementarza, stwarza wrażenie, że Autor spodziewa się, że po jego książkę sięgną Czytelnicy niemający pojęcia o podstawach ekonomii. A skoro tak, to wszystkie poprzednie i następne rozdziały są dla nich zbyt trudne!

W kolejnych rozdziałach (19–20) van Marrewijk pisze o międzynarodowych rynkach walutowych i stosowanych na nich instrumentach. Jest dla mnie zaskoczeniem, że autor najpierw pisze, czym jest parytet

siły nabywczej (PPP; rozdział 20.), a czym kursy spot i opcje oraz jakie są parytety stóp procentowych (rozdział 21.), a dopiero później zapoznaje Czytelników z kursami stałymi i płynnymi (choć oczywiście jest to pewna konwencja: najpierw przedstawia rzeczywiste rynki i stosowane na nich instrumenty, a dopiero później analizuje mechanizmy ekonomiczne). W polskiej tradycji (choć – sądząc z lektury choćby cytowanego podręcznika Cavesa, Frankela i Jonesa – nie jest to jedynie lokalny zwyczaj) ekonomia międzynarodowa w ogóle koncentruje uwagę właśnie na mechanizmach ekonomicznych oraz skutkach różnych stanów rzeczy z punktu widzenia polityki gospodarczej (krajowej lub międzynarodowej). Problemy analizowane w rozdziałach 18–21 są natomiast raczej domeną finansów międzynarodowych lub teorii makroekonomii. To przeplecenie tematyczne pokazuje zresztą, po pierwsze, jak bardzo umowne są podziały na poszczególne działy ekonomii i, po drugie, jak trudno jest uniknąć powtórzeń podczas studiów złożonych z wielu wyspecjalizowanych przedmiotów, nie zaś z rozbudowanych bloków tematycznych.

W rozdziale 22. mowa jest, jak wcześniej wspomniałam, o rodzajach kursów walutowych, lecz także o instytucjach międzynarodowego systemu walutowego. Autor przedstawia tu również historię tego systemu. Dalszy ciąg rozważań o kursach walutowych i polityce kursowej zawierają rozdziały 23–28. Jest w nich mowa o krótko- i długookresowej polityce kursowej oraz o różnicach w polityce kursowej prowadzonej w małych i dużych krajach. Autor analizuje także związki polityki kursowej i międzynarodowej mobilności kapitału.

Kolejne dwa rozdziały są ściśle związane z istniejącym międzynarodowym systemem walutowym. Rozdział 29. poświęcony jest bowiem kryzysom walutowym, rozdział 30. zaś – europejskiej unii walutowej. Następnie w rozdziale 31. autor przedstawia nową makroekonomię gospodarki otwartej z zaskakującą w tym miejscu analizą *terms of trade* i interesującą funkcją podaży pracy wyprowadzoną z mikroekonomicznej analizy decyzji o ilości czasu poświęcanego na pracę i wypoczynek (to kolejny „bardzo mikroekonomiczny” wątek tej książki). Zaskoczeniem jest też ostatni rozdział (32.). Pomimo tytułu „Wnioski”, zawiera on krótki przegląd treści poszczególnych rozdziałów. To kolejne (moim zdaniem, w tym przypadku nowe nie oznacza lepsze) odstępstwo od zwyczaju, zgodnie z którym streszczenia umieszczane są we wstępie, nie zaś w zakończeniu (Czytelnik już książkę zna...). Co więcej na początku autor króciutko omawia strukturę książki, co czyni umieszczenie rozszerzonego omówienia na jej końcu jeszcze mniej zasadnym.

W całej książce, a zwłaszcza w jej części poświęconej handlowi i polityce handlu, autor szczegółowo analizuje instrumenty wykorzystywane w przedstawianych rozważaniach. Czytelnik dostaje do ręki nie tylko interesujące analizy mechanizmów działających

na rynkach międzynarodowych, lecz także formalne ujęcia opisywanej problematyki. Analizy mikroekonomiczne są zresztą tak przejrzyste i dokładne, że mogłyby z powodzeniem konkurować z tymi, które pochodzą z uznanych podręczników do mikroekonomii. Najbardziej techniczne autor przenosi z głównego tekstu do suplementów (Technical Notes), poprzedzających pytania sprawdzające umieszczone na końcu każdego rozdziału.

W opisywanej książce van Marrewijka wyraźnie widać, że teoria mikro- i makroekonomiczna dotyczy nie tylko gospodarek narodowych (jak można by myśleć, słuchając standardowych wykładów z teorii ekonomii), lecz także (w dzisiejszym świecie może przede wszystkim?) rynków międzynarodowych, a nawet gospodarki światowej. Ten pogląd dociera także do autorów podręczników do mikro- i makroekonomii, którzy coraz częściej zamieszczają w nich analizy gospodarki otwartej (w makroekonomii tak jest od dość dawna, natomiast w podręcznikach do mikroekonomii problematyka międzynarodowa – z handlem, polityką handlową i przepływami czynników produkcji – zagościła dopiero ostatnio).

Na początku wszystkich rozdziałów autor umieszcza ramki z biografiami znanych ekonomistów (badających problematykę analizowaną w danym rozdziale). Opisuje w nich nie tylko badawcze, lecz także życiowe zainteresowania wielkich ekonomistów zajmujących się problematyką międzynarodową. To bardzo ciekawa i pouczająca lektura. Szkoda, że autor nie znalazł ani jednej kobiety wartej takiego wyróżnienia, choć przecież z modelu Barbary J. Spencer (i Jamesa Brandera) obficie korzystał, a dorobek Anne O. Krueger stawia ją na równi przynajmniej z niektórymi spośród uhonorowanych ekonomistów.

We wszystkich rozdziałach znajdują się też ramki mające charakter dygresji. Także one zasługują na baczność uwagi. Są to bowiem nie tylko ilustracje różnych wydarzeń, lecz także krótkie analizy problemów znajdujących się na marginesie głównego nurtu rozważań. Na przykład w rozdziale 20. jest świetny opis empirycznego testowania teorii ekonomicznych uzupełniony krótkim kursem interpretacji wyników badań ekonometrycznych. Nawet ekonomista o zacięciu humanistycznym nauczy się zeń czytania tabel, którymi epatują ekonometrycy...

Książka van Marrewijka nie jest ideałem, choć wobec mnóstwa zalet wady są nieznaczące. Wspominam o nich tylko z kronikarskiego obowiązku. O niepotrzebnym rozdziale 18. już pisałem. Nie podoba mi się, że autor tak mało uwagi poświęca związkom między różnymi formami współpracy międzynarodowej, w tym zwłaszcza handlem a mobilnością kapitału. W tym kontekście razi zwłaszcza zredukowanie problematyki handlu wewnątrz firm wielonarodowych do problemu cen transferowych. Trafiają się, niestety, również błędy. Na przykład na rysunku 6.7 (s. 120) przesunięcia krzywych są niepoprawne (można łatwo udowodnić, że żadne z nich nie powinno być równoległe, podczas gdy na rysunku wszystkie są równoległe). Z kolei we wzorze 10.4 na s. 208 pomieszczone są indeksy cen i ceny poszczególnych dóbr.

International Economics van Marrewijka z pewnością zasługuje na zainteresowanie studiujących ekonomię międzynarodową. Warto, by sięgnęli po nią także wykładowcy coraz częstszych w Polsce magisterskich studiów ekonomicznych prowadzonych w języku angielskim. W ogóle sędzę, że ta książka warta jest uwagi ekonomistów bez względu na miejsce i rodzaj ich zatrudnienia.

## Bibliografia

- Caves R.E., Frankel J.A., Jones R.W. (1998), *Handel i finanse międzynarodowe*, PWE, Warszawa.  
Husted S., Melvin M. (2007), *International Economics*, wyd. 7, Pearson Addison Wesley, Boston i in.

## Wiesława Przybylska-Kapuścińska (red.), *Rynek papierów wartościowych strefy euro*

### Review of the book edited by Wiesława Przybylska-Kapuścińska, *Securities Market in the Euro Area*

Wolters Kluwer Polska, Kraków 2007

*Dariusz Zarzecki\**

Jednym z przejawów postępującej globalizacji jest dynamiczny rozwój światowego rynku kapitałowego. Powstawanie międzypaństwowych i regionalnych giełd oraz dalsza liberalizacja przepływu kapitału są odpowiedzią na systematyczny i trwały wzrost zainteresowania przedsiębiorstw pozyskiwaniem kapitału w drodze nowych emisji.

Ważną częścią globalnego rynku kapitałowego jest rynek papierów wartościowych strefy euro. Mimo bardzo dużego znaczenia oraz bliskości geograficznej rynek ten jest w naszym kraju stosunkowo słabo poznany, opisany i wykorzystywany, co objawia się m.in. śladową reprezentacją polskich firm i niewielkim zaangażowaniem polskich inwestorów. Z tym większym uznaniem należy odnotować pojawienie się bardzo wartościowej publikacji napisanej przez pracowników Katedry Teorii Pieniądza i Polityki Pieniężnej Akademii Ekonomicznej w Poznaniu pod redakcją Wiesławy Przybylskiej-Kapuścińskiej.

Rynek papierów wartościowych strefy euro jest jednym z najmłodszych, a równocześnie bardzo ważnych obszarów globalnego rynku finansowego. Jego powstanie stało się możliwe dzięki wprowadzeniu swobody przepływu kapitału wynikającej z Traktatu w Maastricht oraz powołaniu w 1999 r. Unii Gospodarczej i Walutowej.

Głównym celem dzieła jest syntetyczne przedstawienie – w ujęciu przedmiotowym i podmiotowym – rynku papierów wartościowych strefy euro z punktu widzenia rozwiązań instytucjonalnych, prawnych i organizacyjnych.

Opiniowana praca stanowi bardzo interesujące, kompetentne i użyteczne opracowanie na temat rynków kapitałowych strefy euro. Problematyka podejmowana przez Autorów jest bardzo ważna, aktualna, a w dużej mierze nowatorska. Wiele elementów rynku papierów wartościowych strefy euro pojawiło się bowiem w ostatnim czasie lub jest w trakcie istotnych przemian instytucjonalnych. Praca ma wysokie walory zarówno w dziedzinie teorii, jak i praktyki gospodarczej. Z pewnością spotka się więc z pozytywnym odbiorem na rynku.

Autorzy w sześciu rozdziałach omawiają najważniejsze zagadnienia dotyczące rynku papierów wartościowych strefy euro. Układ pracy jest dobrze przemyślany i stanowi spójną i logiczną koncepcję. Autorzy rozpoczynają dzieło od przedstawienia rynku finansowego państw strefy euro (rozdział I). Następnie omawiają monetarne instytucje finansowe na rynku papierów wartościowych Eurolandu (rozdział II). Rozdział III poświęcono ważnej kwestii niemonetarnych instytucji finansowych funkcjonujących na rynku papierów wartościowych strefy euro. W najbardziej obszernym IV rozdziale książki scharakteryzowano rynek dłużnych papierów wartościowych w strefie euro. Kolejny rozdział został poświęcony rynkowi udziałowych papierów wartościowych (rozdział V), natomiast w rozdziale VI oceniono proces integracji rynku papierów wartościowych w Unii Europejskiej, analizując czynniki sprzyjające integracji w poszczególnych segmentach rynku papierów

\* Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Zakład Inwestycji i Wyceny Przedsiębiorstw

wartościowych. W zakończeniu pracy dokonano reasumpcji treści i rozważań zawartych w poszczególnych rozdziałach.

Niewątpliwą zaletą pracy jest dobrze dobrana i umiejętnie wykorzystana literatura przedmiotu, w tym opracowania statystyczne na temat rynku papierów wartościowych funkcjonujących w Eurosystemie. Autorzy uwzględnili obowiązujące regulacje prawne i jednolitą metodologię stosowaną w odniesieniu do instytucji europejskich działających w ramach Unii Europejskiej i krajów strefy wspólnej waluty. Styl i język są bardzo dobre, książkę czyta się lekko i z przyjemnością. Nie ma zbędnych fragmentów czy powtórzeń. Nie zauważyłem również błędów i uchybień. Podstawowe zalety recenzowanej pracy to: kompetentne i kompleksowe ujęcie tematu, spójny i przejrzysty układ, trafnie dobrane statystyki i przykłady, staranny dobór i umiejętne wykorzystanie bardzo bogatej literatury przedmiotu.

Książka stanowi kompendium wiedzy o głównych instytucjach rynku papierów wartościowych strefy euro i występujących na tym rynku instrumentów. Czytelnik uzyska wyczerpujące informacje o instytucjach funkcjonujących na rynku papierów wartościowych strefy euro. Dowie się o roli odgrywanej na tym rynku przez Europejski Bank Centralny i Europejski System Banków Centralnych. Zapozna się ze sposobem funkcjonowania instytucji kredytowych, zakładów ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych i funduszy inwestycyjnych. Dowie się również, jakie rodzaje papierów wartościowych są emitowane przez instytucje finansowe strefy euro oraz które giełdy papierów wartościowych organizują obrót tymi walorami. Ponadto zapozna się z przebiegiem procesu integracji rynków papierów wartościowych w Unii Europejskiej.

W pracy szczegółowo i kompetentnie omówiono dłużne papiery wartościowe emitowane przez poszczególne rządy Eurolandu, jednostki samorządowe, instytucje kredytowe i przedsiębiorstwa, wyjaśniając powody ich emisji oraz zasady organizacyjne emisji i obrotu. Scharakteryzowano rynek papierów udziałowych, czyli akcji, zarówno od strony uwarunkowań prawnych funkcjonowania tego rynku, organizacji nadzoru, rozliczeń i rozrachunków transakcji, jak też organizacji i funkcjonowania samych giełd, będących głównym miejscem obrotu akcjami w strefie euro.

Autorzy słusznie stwierdzają, że najważniejszym bodźcem do rozwoju rynku papierów wartościowych strefy euro i całego rynku finansowego w Unii Gospodarczej i Walutowej było wprowadzenie wspólnej waluty – euro. Doprowadziło to w pierwszej kolejności do wyeliminowania ryzyka kursowego i kosztów transakcyjnych.

Rozwojowi rynku papierów wartościowych strefy euro sprzyja wzrost potrzeb finansowych instytucji rządowych i samorządowych oraz przedsiębiorstw. Czynnikiem wzmacniającym integrację rynku kapitałowego

w strefie euro jest niewątpliwie konieczność dalszej harmonizacji rozwiązań instytucjonalno-prawnych, które nadal wykazują – w zależności od kraju i segmentu rynku – większe lub mniejsze różnice.

Istotną rolę w tym zakresie odegra zapewne wprowadzenie Nowej Umowy Kapitałowej oraz Zielonej Księgi kredytów hipotecznych. Nowa Umowa Kapitałowa powinna zwiększyć konwergencję w ramach europejskiego rynku hipotecznych listów zastawnych, ułatwiając instytucjom kredytowym udzielanie kredytów hipotecznych w innych krajach strefy euro i ich refinansowanie na tym samym rynku. Zwiększy to dywersyfikację portfeli kredytów, umożliwiając łatwiejszy obrót zabezpieczonymi hipotecznie aktywami bez konieczności rozbudowy infrastruktury instytucji kredytowych w innych krajach. Pozwoli także szybciej osiągnąć takie wartości portfeli kredytów hipotecznych, które zapewnią opłacalność emitowania hipotecznych listów zastawnych. W tym celu rozważa się także ujednoczenie zapisów hipotecznych oraz wprowadzenie eurohipoteki.

Obecna pozycja rynku papierów wartościowych strefy euro nie w pełni odpowiada potencjałowi ekonomicznemu państw tworzących Euroland. Mimo spektakularnego sukcesu, którym jest nadspodziewanie dobry start (w 2000 r.) i dotychczasowy rozwój pierwszej paneuropejskiej giełdy papierów wartościowych Euronext, oczekiwania poszczególnych rządów, przedsiębiorstw i inwestorów są znacznie większe. Giełdy akcji strefy euro stanowią niewiele więcej niż dwukrotność pojedynczej giełdy londyńskiej. Stosunkowo słabo rozwinięty jest również rynek obligacji przedsiębiorstw – szczególnie w porównaniu z rynkiem kredytowym czy rynkiem akcji, zwłaszcza na tle Stanów Zjednoczonych. Utrzymanie obecnej dynamiki rozwoju zarówno rynku akcji, jak i papierów dłużnych pozwoli wzmocnić pozycję Eurolandu i całej Unii Europejskiej w globalnej gospodarce. Jest oczywiste, że organiczny rozwój rynku papierów wartościowych strefy euro będzie dodatkowo stymulowało rosnące zaangażowanie w operacje dokonywane na tym rynku ze strony innych członków (zarówno rządów, samorządów, jak i firm) Unii Europejskiej, w tym nowych krajów Unii, a w dalszej perspektywie również wchodzenie kolejnych krajów do strefy euro.

Recenzowana praca pod red. Wiesławy Przybylskiej-Kapuścińskiej powinna być ważnym podręcznikiem (podstawowym lub uzupełniającym) do studiowania takich przedmiotów, jak finanse, zarządzanie finansami, finanse międzynarodowe, rynki kapitałowe, a także różnych przedmiotów specjalistycznych i do wyboru (np. inwestycje, wycena przedsiębiorstw, ocena efektywności inwestycji, bankowość, ubezpieczenia, zarządzanie ryzykiem). Jest to bardzo inspirujące, bogate źródło wiedzy dla wykładowców i studentów uczelni ekonomicznych, uniwersytetów i szkół biznesu na takich kierunkach, jak: ekonomia, finanse i rachunkowość, zarządzanie, europeistyka. Książka może być także cennym podręcznikiem

na różnych typach studiów podyplomowych, w tym Master of Business Administration (MBA). Jest to praca reprezentująca bardzo wysoki poziom merytoryczny, oparta na starannie i trafnie dobranych statystykach, bardzo dobrze opracowana pod względem dydaktycznym. Dzieło zasługuje na polecenie zarówno osobom zwią-

zanym z omawianą problematyką z racji obowiązków zawodowych czy dydaktycznych, jak i tym wszystkim, dla których bycie Europejczykiem oznacza również potrzebę lepszego poznania wspólnych europejskich korzeni, instytucji, celów i wyzwań.