

# Jennifer Johnson-Calari i Malan Rietveld (red.), *Sovereign Wealth Management*

## Review of the book by Jennifer Johnson-Calari, Malan Rietveld (eds.), *Sovereign Wealth Management*

Central Banking Publications Ltd, Londyn 2007

*Kamilla Marchewka-Bartkowiak\**

### 1. Wprowadzenie

Od dwóch lat w licznych dyskusjach międzynarodowych na najwyższych szczeblach władz, a także w badaniach naukowych pojawia się coraz częściej temat SWFs (*sovereign wealth funds*), czyli tzw. państwowych funduszy inwestycyjnych (lub majątkowych). SWFs, mimo że są powoływane w wielu krajach już od ponad pięćdziesięciu lat, stają się coraz ważniejszymi uczestnikami globalnego rynku finansowego. Wynika to przede wszystkim z wielkości ich portfeli finansowych oraz zakresu inwestycji, których dokonują na całym świecie. Jak wynika z ostatnich opracowań, łączny wolumen aktywów wszystkich (około 50) SWFs w 2007 r. wyniósł od 3,3 bln USD (Kotter, Leł 2008, s. 3) do 3,8 bln USD<sup>1</sup>; w 1995 r. było to 500 mld USD. Obecnie zarówno Komisja Europejska, jak i Międzynarodowy Fundusz Walutowy przewidują dalszy ich wzrost i osiągnięcie do 2015 r. poziomu 12 (EC 2008) czy nawet 15 bln USD (IMF 2008).

SWFs budzą skrajne emocje. Z jednej strony ze względu na wielomiliardowe inwestycje w kapitał traktowane są jako pożądani udziałowcy czy „wybawiciele” w sytuacjach kryzysowych wielu przedsiębiorstw i in-

stytucji finansowych. Dzięki oficjalnie deklarowanym celom działalności oraz realizowanej strategii inwestowania postrzegane są także jako ważne ogniwo makroekonomicznej stabilizacji finansowej kraju, w związku ze starzeniem się społeczeństw, czy jako zabezpieczenie przed dalszymi kryzysami finansowymi. Są także ważnym inwestorem, zapewniającym popyt na obligacje emitowane przez poszczególne rządy.

Największe obawy budzą jednak ostatnie doświadczenia SWFs, jak możliwość wykorzystania ich strategii inwestycyjnych jako narzędzia politycznego czy niekorzystny wpływ SWFs na ceny rynkowe.

W ramach działań ograniczających powyższe zagrożenia w ostatnim czasie podjęto wiele międzynarodowych inicjatyw w celu monitoringu SWFs oraz określenia standardów ich działalności na rynku finansowym.

Pierwsze opracowania analityczne badające problem SWFs zostały opublikowane m.in. przez Peterson Institute for International Economics w 2007 r. Zawierają one pierwszy ranking państwowych funduszy inwestycyjnych, uwzględniający takie kryteria, jak: struktura, nadzór, przejrzystość i odpowiedzialność oraz zachowania inwestycyjne (Truman 2007). Pod koniec tego roku oficjalne analizy głównych zagadnień związanych z SWFs przedstawił także Międzynarodowy Fundusz Walutowy w aneksie do rozdziału 1 w *Global Financial Stability Report* (IMF 2007, s. 45–50). Kilka ważnych inicjatyw podjęły także w 2008 r. Komisja Europejska (EC

\* Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Katedra Teorii Pieniądza i Polityki Pieniężnej; e-mail: kamilla.bartkowiak@ae.poznan.pl

<sup>1</sup> Na podstawie danych statystycznych Sovereign Wealth Fund Institute ([www.swfinstitute.org](http://www.swfinstitute.org)).

2008) oraz OECD, przygotowująca obecnie raport pt. *Freedom of Investment, National Security and Strategic Industries*. Ma on zawierać przede wszystkim wytyczne dotyczące postępowania władz państw członkowskich w stosunku do SWFs. Raport powinien być gotowy w 2009 r. W 2008 r. został powołany (także z inicjatywy SWFs) Sovereign Wealth Fund Institute, którego zadaniem jest analiza problematyki państwowych funduszy inwestycyjnych<sup>2</sup> oraz prezentacja aktualnych zmian w tym obszarze. W tym roku MFW zaprezentował także dokument pt. *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda* (IMF 2008), zawierający analizę dotychczasowej działalności SWFs oraz zestaw dobrych praktyk, którymi państwowe fundusze inwestycyjne powinny się kierować.

Niniejsza recenzja została poświęcona pierwszej pozycji książkowej przedstawiającej problematykę strategii i organizacji zarządzania państwowym majątkiem (czy inaczej bogactwem) finansowym, pt. *Sovereign Wealth Management*, opublikowanej w 2007 r. przez Central Banking Publications Ltd.

## 2. Problematyka książki

Publikacja *Sovereign Wealth Management* zawiera 17 artykułów opracowanych przez naukowców, przedstawicieli międzynarodowych instytucji finansowych (IMF, The World Bank Treasury), krajowych banków centralnych oraz praktyków, czyli zarządzających portfelami inwestycyjnymi (BlackRock, Inc).

Książka dotyczy szeroko pojętej problematyki zarządzania aktywami i pasywami finansowymi państwa. Szczególną uwagę zwrócono w niej na ewolucję, jaką przeżyło w ostatnich latach wiele państw – tzw. rynków wschodzących (*emerging markets*), którą Autorzy rozumieją przede wszystkim jako przejście od polityki zarządzania długiem publicznym (głównie zagranicznym) do zarządzania aktywami (rezerwami) walutowymi. Oprócz „tradycyjnego” pojęcia rezerw walutowych banków centralnych w książce prezentowana jest rola, jaką współcześnie odgrywa szeroko pojęty majątek narodowy (*national wealth*), tworzony z różnych źródeł, jak wydzielona część rezerw walutowych, wpływy ze sprzedaży państwowych dóbr i surowców naturalnych czy przychody z prywatyzacji majątku państwowego.

Autorzy książki starają się odpowiedzieć na liczne pytania stawiane obecnie w dyskusjach na temat SWFs. Prezentują analizy makroekonomiczne, lecz przede wszystkim wykorzystują doświadczenia wybranych państwowych funduszy inwestycyjnych. Główne zagadnienia poruszone w książce obejmują:

- konsekwencje silnej kumulacji rezerw walutowych oraz rolę funduszy stabilizacyjnych,

- problem przeciwdziałania tzw. syndromowi holenderskiemu (*Dutch disease*), czyli długoterminowym negatywnym skutkom spowolnienia gospodarczego, wynikłego z szybkiego wzrostu majątku narodowego, i dalszym tego konsekwencjom w postaci aprecjacji waluty, obniżenia konkurencyjności produkcji towarów przemysłowych i możliwości niekontrolowanego wzrostu wydatków publicznych,

- analizę doświadczeń z realizacji strategii inwestycyjnych państwowych funduszy majątkowych,

- problematykę instytucjonalnych uwarunkowań zarządzania portfelem funduszy państwowych, czyli odpowiedzi na często stawiane pytania: czy banki centralne powinny zarządzać majątkiem narodowym czy warto powoływać do tego celu autonomiczne instytucje typu *asset management* i jak powinny one funkcjonować,

- negatywne skutki uczestnictwa na globalnym rynku finansowym coraz liczniejszych SWFs oraz perspektywy ich rozwoju.

Ważnym zagadnieniem podjętym w kilku artykułach jest możliwość zastosowania tzw. podejścia bilansowego (*balance sheet approach*), czyli sporządzenia bilansu narodowego (*national balance sheet*) i wykorzystania technik zarządzania jednocześnie aktywami i pasywami finansowymi państwa w ramach długookresowych strategii w celu ograniczania ryzyka destabilizacji kraju.

Autorzy w swoich badaniach wykorzystali metody analizy statystycznej, elementy badań ekonometrycznych, jak również studia przypadku (*case study*).

## 3. Struktura książki

Książka została napisana przez 22 autorów. Składa się z trzech podstawowych części.

Pierwsza część zatytułowana „Wyzwania związane z zarządzaniem majątkiem narodowym” (*The challenge of managing sovereign wealth*) zawiera cztery opracowania.

Lawence H. Summers skupia się na analizie zarówno możliwości, jak i zagrożeń, jakie stwarza wzrost rezerw i majątku państwa. Autor podkreśla, że zarządzanie majątkiem narodowym, mające charakter długoterminowy, może, ale nie musi przynosić znacznych korzyści finansowych. W tym celu porównuje (opierając się na historycznych danych) wskaźniki średniej dochodowości typowych portfeli akcji, rezerw walutowych banków centralnych oraz funduszy emerytalnych. Definiuje także bariery formułowania strategii inwestycyjnych dotyczących majątku narodowego. Głównie są to: podejście do ryzyka, problem agencji i zmiany w systemie powoływania instytucji inwestycyjnych, a także upolitycznienie procesu inwestycyjnego.

Z kolei Philipp M. Hildebrand podkreśla, że zarządzanie rezerwami walutowymi oraz zarządzanie ma-

<sup>2</sup> Sovereign Wealth Fund Institute między innymi sformułował własny ranking SWFs nazywany *Linaburg-Maduell Transparency Index*, oceniający fundusze według kryterium przejrzystości działania.

jątkiem narodowym znacznie różnią się od siebie. Autor stara się jednak odpowiedzieć na cztery podstawowe pytania, dotyczące pierwszego z powyższych obszarów, wykorzystując przykład zmian, które Narodowy Bank Szwajcarii wprowadził w zarządzaniu rezerwami walutowymi. Pytania stawiane w artykule obejmują cel utrzymywania wspólnie rezerw walutowych, ich optymalny poziom, reguły zarządzania rezerwami walutowymi oraz nadzoru.

W trzecim artykule Jenifer Jonson-Calari skupia uwagę przede wszystkim na tzw. *oil funds*, czyli funduszach państwowych, których źródłem są środki uzyskane ze sprzedaży surowców naturalnych (ropa naftowa, gaz). Autorka podkreśla, że dochody te są bardzo zróżnicowane, gdyż zależą głównie od cen na światowym rynku oraz zmian w procesach technologicznych (także związanych z wprowadzaniem nowych alternatywnych źródeł energii). Prezentuje wady i zalety jednego z rozwiązań – państwowego funduszu stabilizacyjnego – mającego zabezpieczyć kraj przed zmianami cen surowców oraz umożliwić osiągnięcie dodatkowych zysków ze zgromadzonych z tego tytułu środków. W dalszej części artykułu przedstawiono propozycje w zakresie zastosowania SAA (*strategic asset allocation*) oraz zmian organizacyjnych, które można wprowadzić przy poływaniu *oil funds*.

Problem alokacji aktywów i zarządzania ryzykiem pojawia się także w ostatnim artykule w tej części książki, autorstwa Freda Weinbergera oraz Bennetta Goluba. Wykorzystując analizy symulacyjne i modelowe, autorzy wskazują najefektywniejsze konstrukcje portfeli bazowych, uwzględniających specyficzne rodzaje ryzyka, występujące w zarządzaniu państwowymi funduszami inwestycyjnymi, zarówno o charakterze stabilizacyjnym, jak i oszczędnościowym (gdzie celem funduszu jest zabezpieczenie przyszłych pokoleń).

Druga część książki, obejmująca również cztery artykuły, prezentuje szersze spojrzenie na problem zarządzania majątkiem narodowym jako częścią portfela aktywów i pasywów finansowych państwa (*Future directions: Managing sovereign assets as part of national portfolio of assets and liabilities*).

Mohamed A. El-Erin w opracowaniu *Asset-liability management in emerging economies* zwraca uwagę na ogromną przemianę na wielu rynkach wschodzących, które „reżim kredytobiorcy” zamieniły na „reżim kredytodawcy”. Autor analizuje drogę, jaką od lat 80. XX w. przebyły kraje rozwijające się, zmieniając pozycję kredytową, oraz rolę koordynacji aktywów i pasywów finansowych państwa.

Dale Gray z kolei proponuje nowe podejście do mierzenia, analizowania i zarządzania ryzykiem makroekonomicznym i majątkiem narodowym na podstawie tzw. analizy długu potencjalnego (CCA – *contingent claims analysis*), wykorzystujące teorię opcji cenowych oraz metody oparte na koncepcji VaR (*Value at Risk*).

Wykorzystanie technik analizy portfelowej do zarządzania aktywami i portfelem finansów państwa przedstawia także Bernard Lee w artykule *Robust portfolio construction in a sovereign wealth context*. Skupia się na metodach uwzględniających ryzyko kryzysów na rynku finansowym oraz ryzyko wystąpienia sytuacji ekstremalnych.

Instytucjonalnymi oraz organizacyjnymi aspektami zarządzania aktywami i pasywami finansowymi państwa zajął się Mike Williams. Zaprezentował on problem autonomicznych instytucji (agencji) zarządzania długiem (DMOs – *debt management offices*), które oprócz swoich strategii emisji skarbowych papierów wartościowych w niektórych krajach zarządzają także wydzielonymi państwowymi funduszami o charakterze inwestycyjnym.

Trzecia część książki (*Case studies*) zawiera studia ośmiu przypadków praktycznego wykorzystania koncepcji ALM do zarządzania konkretnymi państwowymi funduszami inwestycyjnymi oraz rezerwami walutowymi.

W pierwszym opracowaniu zaprezentowane zostały zasady koordynacji zarządzania rezerwami walutowymi i długiem zagranicznym (ALM) stosowane przez bank centralny i rząd Meksyku.

Z kolei doświadczenia z zarządzaniem państwowymi aktywami finansowymi zostały szeroko omówione na przykładach jednych z najstarszych funduszy państwowych, utworzonych jeszcze w latach 70. i 80. XX w., czyli norweskiego Government Pension Fund – Global oraz amerykańskich funduszy: Alaska Permanent Fund oraz Wyoming Permanent Mineral Trust Fund. Analizy zawarte w dwóch kolejnych artykułach obejmują także utworzony w 2005 r. Korea Investment Corporation oraz powołany pięć lat wcześniej w Kazachstanie National Oil Fund.

W ramach zarządzania rezerwami walutowymi przez banki centralne zaprezentowano dwa przykłady. Pierwszy dotyczy banku centralnego Botswany (Bank of Botswana) i jego doświadczeń z zarządzaniem dwoma strategicznymi portfelami, tzw. Liquidity portfolio oraz Pula Fund. Drugie opracowanie przedstawia szczególne rozwiązania wykorzystywane w bankach centralnych strefy euro (*Reserve management in the Eurosystem: from liquidity to return*).

#### 4. Podsumowanie

Recenzowana książka należy do pierwszych kompleksowych opracowań zawierających analizy strategicznych, operacyjnych i instytucjonalnych zagadnień związanych z zarządzaniem majątkiem narodowym. Choć nie jest to pozycja *stricte* naukowa, ale raczej prezentacja dotychczasowych doświadczeń wielu państw w tym obszarze, należy ocenić ją wysoko.

Autorzy poszczególnych opracowań starali się jak najlepiej połączyć wnioski ze swojej praktyki zawodo-

wej z szerszą analizą poszczególnych zagadnień. Książka nie kończy się jednak, jak deklarują także jej redaktorzy, wspólnymi konkluzjami. Każdy Autor wyrażał bowiem własne poglądy, niekoniecznie spójne z wnioskami z pozostałych analiz.

Książka *Sovereign Wealth Management* jest wartościowa także dlatego, że jej Autorzy podjęli próbę prezentacji określonych standardów możliwych do zastosowania w praktyce. Propozycje te przypuszczalnie były wykorzystane przez międzynarodowe instytucje finansowe w opracowanych i nadal przygotowywanych dokumentach na temat korzyści i zagrożeń wynikających z SWFs.

Czytelnikowi w Polsce temat SWFs może wydawać się odległy. Należy jednak pamiętać, iż Polska stoi także w obliczu niekorzystnych przemian demograficznych,

a w związku z wysokim poziomem zarówno zadłużenia Skarbu Państwa, jak i rezerw walutowych warto już dzisiaj rozważyć koordynację działań w ramach szeroko pojętego zarządzania aktywami i pasywami finansowymi państwa. Poza tym również w naszym kraju funkcjonuje obecnie fundusz o charakterze quasi-stabilizacyjnym, czyli Fundusz Rezerwy Demograficznej. Ponadto po wejściu do strefy euro z wydzielonej części rezerw walutowych będziemy mogli utworzyć tzw. fundusz przyszłych pokoleń.

Recenzowaną tutaj książkę, docenioną już na forum międzynarodowym, polecam także Czytelnikom w Polsce, zarówno ze środowiska naukowego, jak i władz centralnych, czyli przedstawicielom rządu, banku centralnego, ale także nadzoru finansowego.

## Bibliografia

- EC (2008), *Sovereign wealth funds – frequently asked questions*, MEMO/08/126, 27 February  
<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/08/126&format=HTML&aged=0&lang>.
- IMF (2007), *Global Financial Stability Report*, October, Washington, D.C. IMF (2008), *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, “Policy Paper”, February, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>.
- Kotter J., Lel U. (2008), *Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets*, “International Finance Discussion Paper”, No. 940, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.
- Truman E.M. (2007), *A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds*, Peterson Institute for International Economics, October, <http://www.iie.com/publications/papers/truman1007swf.pdf>.

## Małgorzata Iwanicz-Drozdowska, Krystyna Znaniecka (red.), *Finance and Real Economy – Selected Research and Policy Issues*

Review of the book by Małgorzata  
Iwanicz-Drozdowska, Krystyna  
Znaniecka (ed.), *Finance and Real  
Economy – Selected Research and  
Policy Issues*

The Karol Adamiecki University of Economics,  
Katowice 2008

*Piotr Boguszewski\**

Związki pomiędzy sektorem finansowym a sferą realną tradycyjnie są jednym z najważniejszych – zarówno z punktu widzenia teorii, jak i praktyki – obszarów badawczych nauk ekonomicznych. Tematyka ta, od dawna rozwijana w odniesieniu do gospodarek rynkowych, jest jednak o wiele gorzej rozpoznana w przypadku krajów postsocjalistycznych. W 2007 r. powstał pomysł kompleksowego, obejmującego wiele państw europejskich, sieciowego projektu badawczego w tym zakresie (tzw. REFIDE – *Research in Finance and Development*). Przedsięwzięcie to w pełnym kształcie nie zostało niestety zrealizowane. Rezultatem tej ważnej poznawczo inicjatywy jest jednak recenzowany zbiór zgrupowanych tematycznie opracowań, przygotowanych przez 21 autorów z Belgii, Francji, Niemiec, Nowej Zelandii, Polski, Portugalii, Rumunii, Słowenii oraz Włoch, będący – w zamierzeniu Zespołu Redagującego – przeglądem dotychczasowego stanu wiedzy oraz zachętą do dalszych prac w tym obszarze.

Opracowanie składa się z czterech komplementarnych części. Wybór rozpoczynają artykuły (część pt. *Theoretical and Empirical Issues in Finance and Real Economy Nexus*) poświęcone problematyce zależności pomiędzy rozwojem systemów finansowych a wzrostem gospodarczym. W pierwszym z nich (C. Ferreira, *Financial Systems and Economic Growth – A Review of the Literature*) Czytelnik otrzymuje solidny, usystematyzowany przegląd głównych nurtów dyskusji na ten temat. Licząca około 60 pozycji bibliografia z pewnością jest kolejnym walorem tego artykułu. Pewnym mankamentem tego zestawienia jest może jedynie to, że brakuje w nim pozycji najnowszych, wykraczających poza 2003 r., zwłaszcza sytuujących problematykę na szerszym tle zjawisk globalizacyjnych. Rok 2003 nie wydaje się też najwłaściwszą cezurą dla prac analizujących powyższe zagadnienie w kontekście funkcjonowania strefy euro.

Przedmiotem rozważań w drugim z artykułów tej części (K. Piech, *Financial Markets Integration and Growth*) jest problematyka współzależności pomiędzy poziomem integracji rynków finansowych a wzrostem

\* Uniwersytet Warszawski, Wydział Nauk Ekonomicznych, Katedra Bankowości;  
Narodowy Bank Polski, Instytut Ekonomiczny; Piotr.Boguszewski@nbp.pl



gospodarczym. Choć dostajemy tu raczej krótki, szkicowy zarys niż pogłębioną prezentację tematu, korzyścią dla Czytelnika może być syntetyczne ujęcie omawianych zagadnień. Niemal całkowicie brakuje jednak m.in. choćby krótkiej charakterystyki metodologii badań empirycznych w tym obszarze. W szczególności bardzo skromne są informacje dotyczące np. problematyki pomiaru stopnia integracji finansowej. We współczesnych gospodarkach problem ten bezspornie wydaje się wielowymiarowy, gdyż odnosi się nie tylko do „ekstensywnych” miar integracji, dotyczących np. międzynarodowych przepływów finansowych z i do kraju, lecz także wielu zjawisk jakościowych, jak choćby przenikania różnych elementów zagranicznej kultury korporacyjnej do rodzimego sektora finansowego. W krajach dysponujących dostatecznie dużymi własnymi kapitałami interesujące zarówno poznawczo, jak i z punktu widzenia realizacji polityki gospodarczej jest pytanie, czy sam przepływ technologii nie wystarczy do zapewnienia krajowemu systemowi bankowemu odpowiedniego poziomu efektywności i konkurencyjności. Analiza pomija też problem dwóch „ciemnych” stron rozwoju integracji systemów finansowych – wzrostu możliwości transmisji negatywnych szoków w tych systemach oraz spadku ich „odporności” na niektóre rodzaje ryzyka. Jeśli chodzi o pierwsze z tych zjawisk, to jego przyczyny i mechanizmy są dość oczywiste i w pewnym stopniu nawet egzogeniczne w stosunku do samego sektora finansowego, gdyż wiążą się m.in. z dynamicznym rozwojem komunikacji oraz telekomunikacji. Drugie z nich jest bardziej złożone. Otóż jednym ze skutków integracji instytucji finansowych jest unifikacja metod, w tym modeli, zarządzania ryzykiem. Dodatkowo, instytucje finansowe korzystają z podobnych, często wręcz identycznych źródeł informacji gospodarczej, agencji ratingowych etc. Trzeba jednak pamiętać, że każdy z modeli ryzyka ma swoje „martwe pole”, w którym jego skuteczność jest ograniczona, a nawet zawodzi. Ponieważ podmioty finansowe korzystają z podobnych narzędzi i procedur zarządzania ryzykiem, są jednakowo narażone na te same jego rodzaje. Warto też podkreślić, że potencjalnie łatwiejsze rozprzestrzenianie się szoków w zintegrowanym systemie finansowym nie musi mieć – ze względu na naturę szoków – trwałego wpływu na potencjał rozwojowy gospodarek. Drugie zjawisko natomiast znacznie trudniej wyeliminować. Ostatni kryzys finansowy pokazał też, że odporniejsze – przynajmniej dotychczas – na jego działanie okazały się systemy finansowe mniej rozwinięte, prostsze. Doświadczenia te powinny być uwzględnione w przyszłych pracach nad problematyką relacji pomiędzy integracją finansową a wzrostem, przynajmniej w perspektywie krótko- i średniookresowej.

Szczególnie ciekawe jest opracowanie O. Kowalewskiego (*Financial Deepening and Economic Growth in Transition Economies*), zawierające również próbę analizy empirycznej dla 17 krajów transformujących się.

Autor, wykorzystując obserwacje z lat 1990–2006, podejmuje w nim próbę ekonometrycznej identyfikacji związków pomiędzy poziomem rozwoju systemu finansowego a długookresowym wzrostem gospodarczym w tej grupie krajów. W opracowaniu wykorzystano kilka, nawiązujących do metodologii R. Kinga i R. Levina, miar „głębokości” rozwoju systemu finansowego. Do ich dalszej analizy wykorzystano zarówno model panelowy, jak i typu przekrojowego. Badanie potwierdziło istnienie wyraźnych dodatnich związków pomiędzy stopniem rozwoju systemu finansowego a wzrostem gospodarczym. Uzyskane rezultaty rodzą jednak pewne pytania, przy czym brak odpowiedzi nie jest winą Autora, lecz sytuacji badawczej i czasu przygotowania tej analizy. Po pierwsze, 16 lat wydaje się zbyt krótkim czasem, by można mówić o zależnościach długookresowych. Naturalnie nie jest możliwe badanie postocjalistycznych krajów transformujących się w dłuższym horyzoncie. Dodatkowo, w pierwszych latach przekształceń ustroju gospodarczego i politycznego w większości z tych krajów obserwowaliśmy tak głębokie zmiany strukturalne, że wątpliwa może być jakość danych statystycznych z tego czasu, zwłaszcza ich międzyokresowa porównywalność. W praktyce jeszcze bardziej skraca to horyzont możliwej – ze względu na barierę dostępności danych – analizy. Po drugie, obecne zaburzenia na rynkach finansowych, jeszcze nieobserwowane w okresie przygotowywania artykułu, stawiają pod znakiem zapytania użyteczność wielu miar rozwoju systemu finansowego, zwłaszcza relacyjnych, opartych na stosunku wartości tak czy inaczej definiowanych kategorii finansowych do PKB. Zwróćmy bowiem uwagę, że m.in. bańki spekulacyjne doprowadziły do znacznych zniekształceń wycen wartości wielu aktywów – w tym właśnie finansowych – i obecnie obserwujemy proces gwałtownej przeceny szeregu z nich. Po trzecie, doświadczenia choćby Islandii pokazują, że związki pomiędzy wzrostem a poziomem rozwoju systemu finansowego nie tylko nie są, nawet w przybliżeniu, liniowe (co postulują równania 1 oraz 2 – por. s. 55–56), ale nawet monotoniczne. Zbyt duże relacje aktywów finansowych do PKB istotnie zwiększają bowiem ryzyko bankructwa kraju – siedziby podmiotów je posiadających. W rezultacie wzrasta też ocena ryzyka takiego kraju, co poprzez różnorodne mechanizmy, w tym kanał inwestycji, oddziałuje na jego perspektywę rozwojową.

Pierwszą część opracowania kończy artykuł T. Zielińskiego (*The Link Between Banking Sector Profitability and Economic Growth – Comparative Analysis of EU Member States*). Autor, analizując lata 1998–2006, stawia w nim – pozytywnie zweryfikowaną – hipotezę o istnieniu dodatniej, silnej korelacji pomiędzy zyskownością sektora bankowego w poszczególnych krajach UE a tempem ich wzrostu gospodarczego. Można sugerować, by dalsze prace w tym obszarze zostały uzupełnione dwoma elementami. Po pierwsze, ważna jest analiza kierunku przyczynowości – czy dobra sytuacja ekonomiczna ban-

ków jest naturalnym skutkiem dynamicznego rozwoju sektora realnego (banki „zarobiły” na wroście), czy konsolidacja sektora, poprawa zarządzania i redukcja kosztów, nowoczesne techniki analityczne i komunikacyjne etc. wyprzedziły przemiany w sferze realnej, ułatwiając dostęp przedsiębiorstw do finansowania (banki „wspomagały” wzrost gospodarczy). Wiele wskazuje na to, że oba te procesy miały miejsce, ale ciekawa byłaby właśnie analiza ich chronologii oraz intensywności. Po drugie, w opracowaniu Autor skoncentrował się wyłącznie na jednym aspekcie biznesu bankowego – zysku, pomijając kwestię ryzyka. I znowu trzeba tu wspomnieć o doświadczeniach ostatnich kilkunastu miesięcy, pokazujących, że istotna część efektów ekonomicznych banków była rezultatem bąbli spekulacyjnych i przegrzania wielu elementów gospodarki, w tym sfery realnej (np. rynku nieruchomości). Uwzględnienie tych doświadczeń zapewne nie podważyłoby generalnej tezy opracowania o istnieniu dodatniej korelacji między wzrostem a zyskownością sektora bankowego, ale prawdopodobnie korelacja ta mogłaby okazać się słabsza.

Na drugą, najobszerniejszą objętościowo, część zbioru (pt. *The Role of Banks in the Real Economy*) składa się pięć opracowań. Obejmują one stosunkowo szerokie spektrum zagadnień związanych z oddziaływaniem sektora bankowego, w tym transmisji polityki pieniężnej, m.in. na takie elementy sfery realnej, jak sektor małych i średnich przedsiębiorstw (SMEs) oraz gospodarstwa domowe (kredyt konsumencki). Warto podkreślić, że prezentowana tu problematyka SMEs jest przedstawiana z perspektywy przede wszystkim sektora bankowego – co tłumaczy obecność obu tych opracowań w tej części, a nie w następnej, dotyczącej problematyki przedsiębiorstw. Część tę rozpoczyna praca E. Farvaque i D. Saidane (*Monetary Policy Transmission: Is Inter-Banks Competition the Weakest Link?*), będąca próbą wskazania nowych, w stosunku do tradycyjnej literatury problemu, źródeł regionalnej heterogeniczności efektywności polityki pieniężnej. Główną tezą tego szkicu jest stwierdzenie, że przyczyną tą jest zróżnicowanie poziomu konkurencyjności sektora bankowego w poszczególnych krajach UE. Zdaniem Autorów brak presji konkurencyjnej jest właśnie jednym z ważniejszych, oprócz głębokości i jakości regulacji sektora bankowego, mechanizmów osłabiających reakcję banków komercyjnych na impulsy banku centralnego. Sugestia ta jest niewątpliwie interesująca i atrakcyjna, zwłaszcza wobec niewielkiej – potwierdzonej przez literaturę przedmiotu – zdolności predykcyjnej innych, bankowych potencjalnych czynników objaśniających tę heterogeniczność. Wymaga ona jednak dalszych badań przynajmniej z dwóch powodów. Po pierwsze, należy udoskonalić miary konkurencyjności sektora, gdyż nawet Autorzy wskazują na ograniczoną stosowność wykorzystanych w opracowaniu tradycyjnych wskaźników koncentracji (silna koncentracja nie tylko nie wyklucza konkurencji, ale może być jej skut-

kiem). Po drugie, i tu też należy wykorzystać najnowsze doświadczenia związane z kryzysem finansowym, nie jest jasne, czy w tym świetle amerykańska polityka pieniężna nadal jest bardziej efektywna od realizowanej w strefie euro. Można też się przyjrzeć, jak poszczególne kraje tej strefy radzą sobie z kryzysem i w jakim stopniu może to zmienić oceny heterogeniczności efektywności polityki pieniężnej. Są to oczywiście postulaty odnośnie do kierunku przyszłych badań.

Dwa kolejne opracowania tej części, poświęcone głównie szeroko rozumianej problematyce finansowania sektora SMEs, zasługują na szczególną uwagę ze względu na zakres i głębokość analizy. Artykuł R. Ayadi (*SME Financing in Europe: Measures to Improve the Rating Culture under the New Banking Rules*) jest interesujący przynajmniej z dwóch powodów. Po pierwsze, zawiera bardzo dobrze usystematyzowaną charakterystykę i analizę źródeł finansowania SMEs w Europie. Po drugie, podejmuje bardzo istotny, również w świetle doświadczeń związanych z obecnym kryzysem finansowym, temat wpływu rozwiązań ostrożnościowych, przyjętych w ramach Nowej Umowy Kapitałowej, na dostępność kredytu dla tego segmentu firm niefinansowych. Zwłaszcza ten cel opracowania wydaje się szczególnie aktualny i istotny. Wiele badań (głównie ankietowych) z jednej strony potwierdza bowiem występowanie w sektorze SMEs barier dostępu do kredytu bankowego, przynajmniej w odczuciu respondentów. Z drugiej jednak strony problem dotyczy też polityki gospodarczej, w tym polityki pieniężnej, gdyż według ocen np. EBC wiedza na temat mechanizmów transmisji, m.in. dostępu do finansowania, odnośnie do SMEs wciąż jest zbyt fragmentaryczna i nieadekwatna do znaczenia tego sektora w gospodarce narodowej. Pokonywanie ograniczeń informacyjnych ma więc w tym obszarze duże znaczenie dla wszystkich uczestników rynku: banków centralnych, banków komercyjnych i samych przedsiębiorstw.

Kontynuację powyższych wątków z odniesieniem do sytuacji w Polsce zwiera kolejny artykuł (M. Iwanicz-Drozdowska, *The Impact of Changes in Prudential Regulations on the Availability of Credit for SMEs. Survey Results for Poland*). Regulacje ostrożnościowe w rozmaity sposób oddziałują na cenę i dostępność kredytu. Istnieją tu przynajmniej dwa mechanizmy. Z jednej strony nakładają one określone wymogi informacyjne i proceduralne na kredytobiorcę – z czym oczywiście wiąże się określone koszty ich spełnienia, w dużej mierze po stronie firm. Z drugiej strony regulacje te, przez nałożenie obowiązków stosowania określonych procedur oceny ryzyka kredytowego, mają bezpośredni wpływ na wymagania co do zabezpieczeń – zarówno po stronie banków, jak i firm. Wpływa to nie tylko na koszt pieniądza, lecz także na możliwości przedstawienia adekwatnych zabezpieczeń przez kredytobiorców. Naturalna jest więc hipoteza, że zmiany w regulacjach ostrożnościowych, prowadzące do poprawy oceny i zarządzania ryzykiem,

powinny zwiększać dostępność kredytu, szczególnie dla firm z sektora SMEs, z jednej strony mających mniejszy „potencjał zabezpieczeniowy”, a z drugiej – bardziej zależnych od zewnętrznego finansowania. Przeprowadzone w 2005 r. badania dla Polski sugerują, że w krótkim okresie raczej nie należy oczekiwać wpływu nowych regulacji ostrożnościowych na dostępność kredytu dla SMEs. Autorka konkluduje jednak, że w dłuższym horyzoncie wpływ ten będzie pozytywny. I znowu, ostatnie doświadczenia być może z kilku powodów zmodyfikują tę tezę. Po pierwsze, wiele elementów systemu regulacji ostrożnościowych jest dość często krytykowanych. Może to spowodować długo trwający „efekt wahadła”, polegający na nadmiernej restrykcyjności zmodyfikowanych regulacji. Wydaje się, że właśnie sektor SMEs jest najwrażliwszy na skutki takiego przeregulowania. Po drugie, z dużym prawdopodobieństwem można przyjąć, że zmieniają się te procedury oparte na ocenach ratingowych lub (i) modyfikacji poddane zostaną zasady działania agencji ratingowych. Po trzecie, w krótszym horyzoncie możliwy jest taki scenariusz, że najlepszy dostęp do finansowania bankowego uzyskają średnie firmy. W okresie turbulencji gospodarczych duży kredyt dla dużych firm, to potencjalnie duży zysk dla banków, ale też duże ryzyko. W przypadku małych firm problem ich ograniczonej przejrzystości informacyjnej wydaje się natomiast ponadczasowy. Segment średnich przedsiębiorstw może jednak nie mieć powyższych wad dwóch poprzednich grup przedsiębiorstw.

L. Colombo i G. Turati (*A Macroeconomic View of Banking Industry Consolidation – Causes and Potential Consequences, with an Application to Italy*) podejmują z kolei dwa ciekawe i ważne, również z ogólnogospodarczego punktu widzenia, wątki: przyczyn regionalnego zróżnicowania we Włoszech aktywności banków w zakresie fuzji i przejęć (M&A) oraz związanego z tym procesu realokacji depozytów i kredytów, mogącego prowadzić do zjawiska „drenażu” depozytów z lokalnych rynków. Od początku lat 90. w kraju tym obserwuje się bowiem, że banki przejmujące są zlokalizowane w jego bogatszej, północnej części, a banki przejmowane – w biedniejszej, południowej. Obserwacja ta skłoniła więc do podjęcia próby weryfikacji roli zmiennych makroekonomicznych, w tym ich regionalnego zróżnicowania, w stymulowaniu określonego kierunku przebiegu zjawisk konsolidacyjnych. W pracy z powodzeniem oszacowano kilka modeli ekonometrycznych (typu *probit* – określających prawdopodobieństwa przyjęcia przez bank roli aktywnej lub pasywnej w procesie M&A – oraz typu *count* – przewidujących liczbę podmiotów zaangażowanych w przejęcia). Potwierdziły one wpływ takich czynników makroekonomicznych, przy czym pewniejsze rezultaty osiągnięto dla banków przejmujących. Obserwowane zjawiska konsolidacji we włoskim sektorze bankowym mają jednak pewne skutki alokacyjne dla działalności kredytowej banków – środki (depozyty)

pozyskiwane są bowiem z regionów biedniejszych i gorzej rozwiniętych, natomiast inwestowane w regionach bogatszych. Zjawisko to – co słusznie zauważają Autorzy – samo nie musi być oceniane negatywnie, gdyż oznacza efektywniejsze wykorzystanie zasobów w skali całej gospodarki. Może natomiast powodować pogorszenie dostępności kredytu, a nawet jego racjonowanie, na niektórych rynkach lokalnych.

Część drugą tomu kończy artykuł D. Vandone (*Consumer Credit in Italy. Diffusion and Territorial Differences*). Podjęto w nim próbę identyfikacji czynników określających popyt gospodarstw domowych na kredyt we Włoszech, a także wyjaśnienia obserwowanych różnic regionalnych. Otrzymane wyniki okazały się dość typowe dla tego typu badań i zgodne z tradycyjnymi teoriami. Pod jednym względem praca jest dosyć wyjątkowa na tle innych pozycji w omawianej tu publikacji. Jest to bowiem artykuł zawierający wyraźne ostrzeżenie – przed nadmierną ekspansją kredytową – i to w obszarach w sztuce bankowej uznawanych za bezpieczniejsze, które dziś często stają się źródłami kryzysu finansowego. Gorsza jakość portfela kredytowego gospodarstw domowych i wyższe ryzyko pojawiły się bowiem, paradoksalnie, w bogatszych regionach północnych Włoch, prawdopodobnie m.in. jako wynik słabszej niż na biedniejszym Południu kontroli ryzyka przez banki.

Kolejna (pt. *Enterprises Financing*), trzecia część opracowania poświęcona jest wybranym problemom finansowania przedsiębiorstw. Otwiera ją artykuł M. Crnigoj, A. Berk i D. Mramora (*Financing Patterns in European Transition Economies*). Autorzy, wykorzystując badania Banku Światowego i EBOR, potwierdzają szeroko znany, także z innych opracowań wniosek o podstawowym znaczeniu środków własnych w finansowaniu tak inwestycji, jak i kapitału obrotowego przedsiębiorstw z krajów postsocjalistycznych. Często uważa się, że stan taki jest skutkiem słabszego rozwoju systemu finansowego w tej grupie krajów. Autorzy słusznie jednak zwracają uwagę na wpływ niższego popytu na finansowanie zewnętrzne w tych gospodarkach, wynikający m.in. ze struktury własności w tych firmach, w tym roli insiderów.

Dwa kolejne opracowania w tej części (H. Zadora, *The Meaning of Mergers and Acquisition for Enterprises' Cash Flows* oraz B. Ciupek, *The Role of Fiscal Policy Instruments in Enterprise Management. The Case of Poland*) mimo odmiennej tematyki mają jedną istotną cechę wspólną – są to raczej przeglądy o charakterze podręcznikowym niż opracowania *stricte* badawcze. To, co również jest wspólne dla nich obu, to dobre opracowanie pod względem dydaktycznym, szczególnie w przypadku pracy H. Zadora, w której rozważania ilustrowane są też przykładami. Jej kolejną zaletą jest syntetyczne ujęcie tematyki.

Ciekawego i nieczęsto omawianego w kraju problemu dotyczy ostatni w tej części artykuł I. Pyki (*The Role of Corporate Bonds in Banking Operations – the Ca-*



se of Poland). Autorka zwraca uwagę na wciąż słabo rozwinięty w Polsce rynek korporacyjnych papierów dłużnych, co jest jedną z przyczyn małego zainteresowania również banków tymi instrumentami. Ten segment ma jednak – zdaniem Autorki – potencjał rozwojowy, choć faktyczna dynamika jego wzrostu będzie zależała od szeregu czynników. Zostały one omówione w artykule, przy czym najszerzej – wpływ regulacji ostrożnościowych.

Ostatnia, czwarta część pracy – pt. *Capital Markets and Money Laundering* – jest raczej zbiorem dwóch opracowań niż jej spójnym tematycznie jej fragmentem. Jej tytuł może być również nieco mylący, gdyż w literaturze naukowej spójnik „and” w tytułach częściej sugeruje istnienie związku pomiędzy członami. Pierwszy z artykułów, autorstwa M. Bohla, K. Gottschalk i R. Pal (*Institutional Investors and Stock Market Efficiency*) jest interesującą metodologicznie próbą weryfikacji roli czynników instytucjonalnych w wywoływaniu na giełdzie tzw. efektu stycznia. Wykorzystując dane dla Polski i Węgier, Autorzy potwierdzili występowanie tego efektu, jak też łagodzący jego siłę, a przez to zwiększający efektywność rynku finansowego, skutek pojawienia się nowych inwestorów instytucjonalnych (tu – funduszy emerytalnych). Drugi esej, autorstwa J. Karwowskiego (*The Use and Misuse of the Anti-Money Laundering Recommendations*), porusza rzadko podejmowany w literaturze ekonomicznej problem wpływu regulacji zapobiegających praniu brudnych pieniędzy na koszty funkcjonowania niektórych gospodarek. Autor popiera celowość stosowania tego typu narzędzi, zwraca jednak uwagę na to, że mogą one również prowadzić do zakłóceń w funkcjonowaniu systemów finansowych i do nadmiernej, ograniczającej swobodę gospodarczą, ingerencji w funkcjonowanie niektórych podmiotów ekonomicznych. Projektowanie właściwych rozwiązań w tym obszarze musi więc uwzględniać zamienną szczelność systemu i kosztów dla kontrolowanych.

Podsumowując, należy podkreślić, że choć opracowanie – jak już wspomniano – jest owocem niezakończonych projektu badawczego, Czytelnik otrzyma wartościowy przegląd ważnych zagadnień związanych z wzajemnymi relacjami sektora finansowego i sfery realnej. Dodatkowymi walorami zbioru są obszerne wykazy literatury w wielu artykułach oraz niemało odniesień do wyników badań polskiej gospodarki. Trzeba też zaznaczyć, że struktura i język artykułów są przejrzyste i ułatwiają percepcję materiału. Pod względem edytorskim drobne zastrzeżenia może budzić niezbyt czytelna grafika w niektórych artykułach (np. na s. 41-43) oraz złożone zdecydowanie zbyt małą czcionką tabele na s. 76-81. Zdarzają się też inne, drobne błędy – np. w numeracji wzorów. Oczywiście fakt, że projekt nie został zrealizowany w zamierzonym kształcie, ma pewne skutki uboczne o charakterze merytorycznym. Niektóre opracowania są bowiem jedynie szkicem tematu i wymagają dalszych, pogłębionych badań. Nie zawsze artykuły mają też dostatecznie zunifikowaną strukturę – np. w niektórych brakuje podsumowań, a hipotezy badawcze formułowane są pośrednio. Wartościowa byłaby również aktualizacja niektórych danych. Opracowanie nie może też być kompletne – co jednak zapowiada tytuł publikacji – i Czytelnik nie może czuć się tym faktem zaskoczony. Obecne doświadczenia spowodują też pewnie potrzebę weryfikacji niektórych, powstałych jeszcze przed kryzysem finansowym, poglądów wyrażanych w pracy. Uwaga ta dotyczy jednak nie tylko tego opracowania, lecz pewnej części paradygmatu nauk o finansach. Polecając pracę badaczom, jak też studentom zainteresowanym problematyką, należy więc mieć nadzieję, że zespołowi Autorów uda się powrócić do niezrealizowanych jeszcze etapów projektu, gdyż w czasie obecnego kryzysu gospodarczego – zarówno w sferze finansowej, jak i realnej – cel przedsięwzięcia staje się szczególnie aktualny.