

„liberalnych przesłanek” transformacji i o czystość liberalnego spojrzenia na całość procesu transformacji.

Przy wszystkich podniesionych powyżej zastrzeżeniach należy wysoko ocenić oryginalność zamysłu badawczego autorów i poziom naukowy książki. Jej lektura daje czytelnikowi generalnie dobry wgląd w analizowaną problematykę transformacji gospodarczej w Polsce. Wątpliwości nie budzi zawartość faktograficzna pracy, w szczególności dotycząca analizy porównawczej krajów transformujących się, a także bardzo cenna zawartość aneksów. Autorzy szeroko wykorzystują istniejącą literaturę przedmiotu, zarówno polską, jak i zagraniczną, trafnie opierając się na opracowaniach uznanych, najlepszych. Przystępny język, obfitość tabel i przejrzystych ilustracji sprawiają, że recenzowana książka stanowi też wartościowy materiał dydaktyczny.

Maciej Baltowski

Sławomir I. Bukowski, *Międzynarodowa integracja rynków finansowych*, Difin, Warszawa 2011, s. 181

W ostatnich dekadach na międzynarodowych rynkach finansowych zaszły znaczące zmiany. Definiowane są one na ogół poprzez pryzmat procesów globalizacji, w tym szczególnie globalizacji rynków finansowych. Pogłębianie współzależności między krajowymi rynkami finansowymi jest jednym z istotnych elementów tej ostatniej. Procesy integracji rynków finansowych w skali międzynarodowej są analizowane jednak relatywnie rzadko, najczęściej postrzegane są właśnie jako część składowa globalizacji rynków finansowych. Istotną lukę w tym zakresie wypełnia recenzowana książka.

Autor skoncentrował się w swej pracy na analizie procesów integracji międzynarodowych rynków finansowych w ujęciu teoretycznym i praktycznym, ze szczególnym uwzględnieniem barier i metod pomiaru stopnia integracji rynków finansowych. Trzeba podkreślić, że autor nie ograniczył się wyłącznie do przedstawienia metod pomiaru stopnia integracji. Znaczną część książki zajmuje bowiem badanie empiryczne, dotyczące stopnia integracji rynków finansowych krajów strefy euro oraz stopnia integracji polskiego rynku finansowego z rynkiem finansowym strefy euro.

Problematyka podjęta przez autora jest nader ważna z punktu widzenia pogłębiania współpracy gospodarczej w ramach Unii Europejskiej, w tym perspektyw przystąpienia Polski do strefy euro. Jak wskazuje autor, „z jednej strony międzynarodowa integracja rynków finansowych jest czynnikiem przyspieszającym rozwój finansowy w poszczególnych gospodarkach”, z drugiej zaś „rynki finansowe stają się na szerszą skalę kanałem transmisji wahań koniunkturalnych oraz szoków ekonomicznych, szczególnie typu finansowego” (s. 9). Integracja rynków finansowych jest więc zjawiskiem wielowymiarowym i z pewnością nie może być postrzegana jako zjawisko jednoznacznie pozytywne dla gospodarek uczestniczących w niej krajów.

Recenzowana książka składa się z czterech rozdziałów. Konstrukcja pracy jest spójna, podporządkowana celowi badawczemu przyjętemu przez autora.

W rozdziale pierwszym autor wprowadza czytelnika w problematykę integracji rynków finansowych. Pierwsza część rozdziału zawiera krótką charakterystykę miejsca i roli rynków finansowych w gospodarce krajowej. Co ważne, autor dokonuje tej charakterystyki w sposób wysoce syntetyczny wychodząc z słusznego założenia, iż kwestia ta została już szeroko

omówiona w innych pozycjach poświęconych rynkom finansowym. Cennym uzupełnieniem tego podrozdziału jest przedstawienie kwestii związanych z wpływem rozwoju rynków finansowych na wzrost gospodarczy. W dalszej części rozdziału autor koncentruje się na treściach stanowiących główny przedmiot prowadzonych przezeń badań. Po krótkim wprowadzeniu, w którym zawarł informacje związane z pojęciem międzynarodowej integracji rynków finansowych w kontekście procesów globalizacji i jej uwarunkowań, szeroko przedstawia wskaźniki umożliwiające dokonanie pomiaru stopnia międzynarodowej integracji rynków finansowych. Z uwagi na sposób konstrukcji wskaźniki te zostały podzielone na trzy grupy: oparte na cenach i stopach zwrotu, oparte na wiadomościach oraz oparte na ilościach. Działanie powyższych wskaźników zostało następnie przedstawione w odniesieniu do wyodrębnionych segmentów rynku finansowego, tj. rynków: pieniężnego, kredyto-depozytowego, obligacji skarbowych i korporacyjnych oraz akcji. Rozdział pierwszy kończy analiza zależności między pogłębianiem integracji rynków finansowych a transmisją wahań koniunkturalnych i szoków finansowych w skali globalnej. Nie sposób bowiem abstrahować od skutków, jakie niesie ze sobą pogłębianie integracji rynków finansowych nie tylko dla stabilności krajowych systemów finansowych, ale także dla stabilności systemu finansowego w wymiarze międzynarodowym. Autor wskazuje na to wprost zauważając, że „wzrost stopnia integracji rynków finansowych oznacza również wzrost współzależności i wrażliwości rynków na wszelkie zaburzenia finansowe, które mogą wystąpić w sposób nieprzewidywany w różnych regionach gospodarki światowej lub w niektórych krajach ugrupowania integracyjnego. Zintegrowane rynki finansowe stają się istotnym kanałem transmisji zaburzeń finansowych w skali międzynarodowej” (s. 52).

Rozdział drugi dotyczy kwestii integracji rynków finansowych w ramach unii monetarnej. Autor przedstawił w nim zarys teorii unii monetarnej oraz przeanalizował specyfikę pogłębiania integracji finansowej rynków krajów, które są członkami takiej unii. Trzeba podkreślić, że autor nader słusznie postąpił, umieszczając wskazane treści w osobnym rozdziale, zamiast np. utworzyć dodatkowy podrozdział w rozdziale pierwszym. Ich wyodrębnienie pozwala na nieco szersze przedstawienie zarysu teorii optymalnego obszaru walutowego, co pozwala czytelnikowi na prześledzenie głównych kierunków rozwoju tej teorii, poza przytaczaną zwykle pierwotną teorią sformułowaną przez R. Mundella. Pozwala także zrozumieć istotną różnicę, jaka występuje w przypadku integracji rynków finansowych krajów, które nie tworzą unii walutowej, i krajów, które taką unię budują. Jest to o tyle ważne, iż praca traktuje o międzynarodowej integracji rynków finansowych, jednak koncentruje się *de facto* na integracji rynków finansowych krajów strefy euro, czyli krajów tworzących unię walutową. Autor przedstawia tu ważny wniosek płynący z rozważań dotyczących optymalnych obszarów walutowych: „kraje obszaru unii monetarnej o niedoskonale zsynchronizowanych cyklach koniunkturalnych, a zatem o niższym stopniu synchronizacji cyklu koniunkturalnego z cyklem w krajach unii monetarnej, powinny nadal wykorzystywać narodowe polityki monetarne w celu stabilizowania gospodarek” (s. 66). W świetle tego wniosku pojawia się refleksja, iż warunkiem *sine qua non* sprawnego funkcjonowania gospodarek w ramach unii monetarnej jest nie tyle zbliżony poziom rozwoju gospodarczego, co wysoki stopień zsynchronizowania ich cykli koniunkturalnych (s. 66). Jak dalej wskazuje autor, „integracja rynków finansowych może również wpływać na wzrost synchronizacji cykli koniunkturalnych krajów unii monetarnej, co jest istotne z punktu widzenia sprawnego funkcjonowania unii monetarnej, a w szczególności – skuteczności jednolitej polityki monetarnej” (s. 71). Jak wielokrotnie wskazywano – nie tylko w recenzowanej książce – jednym z najważniejszych problemów funkcjonowania unii monetarnej jest możliwość absorpcji szoków asymetrycznych. Absorpcja ta może następować za pośrednictwem różnych kanałów. Jednym z nich jest

rynek finansowy. Jak zauważa autor, stopień efektywności działania rynku finansowego w absorpcji szoków zależy od poziomu rozwoju rynku finansowego w danym kraju, a integracja rynków finansowych wpływa na przyspieszenie tego rozwoju. Niemniej jednak trzeba mieć na uwadze fakt, że integracja ta niesie ze sobą także ryzyko destabilizacji gospodarek krajów unii monetarnej w warunkach rosnących deficytów budżetowych i długu publicznego (s. 73).

Rozdział trzeci ma w znacznej mierze charakter empiryczny. W jego pierwszej części autor dokonuje syntetycznej charakterystyki w aspekcie ilościowym podstawowych segmentów rynków finansowych strefy euro: pieniężnego, kredytowo-depozytowego, giełdowego rynku akcji i giełdowego rynku obligacji, przeprowadza także badania potwierdzające wpływ rozwoju rynków finansowych na wzrost gospodarczy krajów tzw. UE-12. W dalszej części rozdziału nakreśla podstawowe fakty związane z pogłębianiem integracji rynków finansowych krajów Unii Europejskiej w aspekcie instytucjonalnym, zarysowuje także problematykę kryzysu finansowego lat 2007–2009 i jej wpływu na regulacje prawne leżące u podstaw jednolitego rynku finansowego UE. Jak wskazuje autor, „kryzys finansowy zmobilizował władze Unii Europejskiej do przeprowadzenia reform, których celem jest zapobieganie głębokim kryzysom w przyszłości poprzez zmiany i wprowadzenie większej spójności w przepisach wspólnotowych regulujących funkcjonowanie rynków finansowych i sektora finansowego oraz wzmocnienie nadzoru finansowego” (s. 108). Rozdział zamyka badanie stopnia integracji wybranych segmentów rynku finansowego krajów strefy euro w okresie 1999–2010 (w zależności od dostępności danych). Autor przeanalizował rozwój rynków pieniężnych, giełdowych rynków obligacji skarbowych oraz giełdowych rynków akcji. Wnioski uzyskane z prowadzonych badań potwierdzają, że rynki finansowe krajów strefy euro są zintegrowane w wysokim stopniu, przy czym największym stopniem integracji odznacza się rynek pieniężny i rynek obligacji skarbowych, niższym – rynek akcji. Czynnikiem negatywnie wpływającym na pogłębianie procesu integracji rynków finansowych stał się kryzys finansowy.

Ostatni rozdział poświęcony został kwestii zaawansowania integracji polskiego rynku finansowego z rynkiem finansowym strefy euro. Na wstępie rozdziału autor w sposób syntetyczny scharakteryzował w aspekcie ilościowym wybrane segmenty polskiego rynku finansowego, tj. rynków: pieniężnego, depozytowo-kredytowego, giełdowego akcji i obligacji skarbowych, na tle rynków krajów strefy euro. W kolejnej części zbadał zależność między rozwojem rynków finansowych a wzrostem gospodarczym w Polsce w latach 1993–2009. Przeprowadzona analiza wykazała statystycznie istotny i znaczący wpływ rozwoju rynków finansowych na wzrost gospodarczy w Polsce (s. 140). Znaczną część rozdziału zajmują badania empiryczne charakteryzujące stopień integracji wybranych segmentów rynku finansowego w Polsce z rynkiem finansowym w obszarze euro. Zgodnie z wynikami uzyskanymi przez autora, rynki pieniężne i rynki obligacji skarbowych Polski i strefy euro są zintegrowane, natomiast polski giełdowy rynek akcji jest w większym stopniu zintegrowany z rynkiem amerykańskim (uznawanym za wyznacznik rynku globalnego) niż z rynkiem obszaru euro (s. 160). Rozdział kończy prezentacja perspektyw dalszej integracji polskiego rynku finansowego z rynkiem finansowym w obszarze euro.

W zakończeniu książki autor zauważa, że „ostatni kryzys finansowy (2008–2009) pokazał, że zintegrowane rynki finansowe zarówno w skali globalnej, jak również w obszarze euro są istotnym kanałem przenoszenia się zakłóceń gospodarczych”, a „recesja, kryzys finansowy i kryzys fiskalny w obszarze euro obniżyły stopień integracji rynków finansowych” (s. 164). Konstatacja ta jest bardzo istotna, oznacza bowiem, że integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej, w tym w strefie euro, nie jest procesem nieodwracalnym. Znaczący szok ekonomiczny, np. wspomniany kryzys, może spowodować

spadek stopnia integracji, co oznacza, że nie można traktować osiągniętego stopnia integracji jako mogącego się tylko pogłębić, nie zaś cofnąć.

Reasumując, książka Sławomira I. Bukowskiego jest bardzo interesującą pozycją zawierającą zarówno rozważania teoretyczne, jak i cenne analizy empiryczne na temat tak istotny i relatywnie mało badany, jakim jest międzynarodowa integracja rynków finansowych. Książka ta stanowi źródło cennych informacji dla osób zainteresowanych problematyką finansów międzynarodowych, w tym szczególnie globalizacją i integracją rynków finansowych. Zdecydowanie można ją polecić zarówno studentom i pracownikom naukowym, jaki i praktykom życia gospodarczego.

Małgorzata Janicka

