

Ostatnio pojawia się coraz więcej opracowań omawiających rynek dzieł sztuki. Obok recenzowanej pracy wydane zostały m.in. studia M. Niedźwiedź, *Obrót dobrami kultury w Unii Europejskiej* czy W. Kowalskiego, *Nabycie własności dzieła sztuki od nieuprawnionego*. Także na Wydziale Prawa i Administracji UAM przygotowywana jest praca zbiorowa pt. *Prawo a dzieła sztuki* i zapewne książka A. Grzywacz będzie dla jej autorów publikacją wartą uwagi.

Wojciech Szafrński

*Euro a Jednolity Europejski Rynek Finansowy*, część I, ss. 109; *Jednolity Europejski Rynek Finansowy*, część II, ss. 127, red. Joanna Żabińska, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2004.

Pod redakcją naukową prof. Joanny Żabińskiej powstały dwa interesujące, uzupełniające się opracowania, prezentujące rozważania poświęcone problematyce Jednolitego Europejskiego Rynku Finansowego (JERF). Łącznie obejmują sześć artykułów, które podejmują różne zagadnienia w kontekście integracji europejskiego rynku finansowego. Ze zrozumiałych względów nie wyczerpują one całokształtu tematyki dotyczącej funkcjonowania JERF, natomiast są wyrazem zainteresowań Autorów kwestiami integracji na różnych składowych rynkach JERF, wpływu wprowadzenia wspólnej waluty dla kształtowania procesów integracji czy też instytucjonalnych uwarunkowań rozwoju tych rynków.

Bez wątpienia wprowadzenie wspólnej waluty znacząco zintensyfikowało przebieg procesów integracyjnych w Europie – 12, ponieważ nadało mnożnikowy charakter wszelkim działaniom sprzyjającym, współtworzącym i rozwijającym JERF. Rynek ten stał się porównywalny z rynkiem amerykańskim w zakresie potencjału ludnościowego, znaczenia produkcji przemysłowej w PKB czy też w obrotach handlu zagranicznego. Niemniej nie sama wielkość wspólnego rynku europejskiego może przesądzać o pewnych przewagach konkurencyjnych, lecz aktywność JERF i umiejętność zdyskontowania tkwiącego w nim potencjału.

W przekonaniach „konstruktorów” JERF leżało przeświadczenie, że urzeczywistnienie Unii Gospodarczo-Walutowej wyeliminuje nadal istniejące bariery w pełnej realizacji 4 wolności wynikających z Traktatu rzymskiego, tj. 3 swobód funkcjonowania JERF. Dość idealistycznie sądzono na szczeblach władzy europejskiej, iż wprowadzenie wspólnej waluty poprawi efektywność gospodarowania, zwiększy dostęp do źródeł finansowania i zoptymalizuje procesy decyzyjne w UGW.

W pierwszej części problematykę analizy skoncentrowano wokół weryfikacji trzech hipotez badawczych, dotyczących:

- oceny znaczenia wspólnej waluty dla intensyfikacji procesów integracji oraz dla pogłębienia ujednolicenia europejskiego rynku,
- znaczenia integracji rynku finansowego dla osiągnięcia sukcesów w konkurencji globalnej,
- oceny roli JERF dla poprawy warunków gospodarowania podmiotom w zakresie źródeł finansowania alokacji zasobów i efektywności działania.

Rozważania Krystyny Mitreği-Niestrój poświęcone zostały procesom integracji na rynku pieniężnym UE. Autorka słusznie stwierdziła, że wprowadzenie wspólnej waluty scaliło prawie natychmiast narodowe rynki pieniężne w jeden europejski rynek. Głównym koordynatorem procesów integracyjnych europejskiego rynku pieniężnego stał się Europejski Bank Centralny. W obrębie tego rynku znajdują się trzy jego składowe segmenty: rynek międzybankowy, rynek papierów wartościowych i rynek instrumentów pochodnych. Ideą przyświecającą integracji rynku pieniężnego było urzeczywistnienie skutecznej polityki pieniężnej, gwarantującej stabilność cen w strefie euro.

Instytucjonalnym uwarunkowaniem postępu procesów integracyjnych badanego rynku było utworzenie paneuropejskiego systemu płatniczego TARGET. Jego celem miało być usprawnienie funkcjonowania międzybankowych systemów płatności i rozrachunków na obszarze Unii Europej-

skiej. System ten składa się z systemu RTGS i mechanizmu płatniczego EPM Europejskiego Banku Centralnego.

Autorka scharakteryzowała podstawowe cele systemu TARGET, jego uczestników, rodzaje transakcji i procedury płatności oraz zilustrowała wartość i liczby płatności. Podkreśliła także kierunki dalszych zmian tego systemu. W dalszej kolejności przedstawiła istniejące inne transgraniczne systemy rozliczeń – systemu EURO1 i STEP1.

Niezbędnym krokiem dla rozwoju zintegrowanego rynku pieniężnego było ustanowienie nowej międzybankowej, referencyjnej stopy procentowej, obowiązującej w strefie euro, jaką stała się stopa EURIBOR. Podkreślono aktualne znaczenie tej stopy i jej związek z realizowaną przez EBC polityką pieniężną oraz wskazano kierunki jej ewolucji. Oprócz stopy EURIBOR, dodatkowym impulsem integracyjnym rynku było określenie także nowej stopy referencyjnej dla transakcji *overnight* w strefie euro – EONIA.

Końcowe rozważania Autorka poświęciła prezentacji głównych tendencji w rozwoju europejskiego rynku pieniężnego, które prawidłowo uchwyciła, wskazując na:

- najszybszą integrację rynku lokat bankowych,
- słabsze tempo rozwoju zintegrowanego rynku repo, wynikające z przeszkód prawnych i instytucjonalnych,
- wprowadzenie stopy EUREPO od marca 2002 r.,
- rozproszenie rynku krótkoterminowych papierów wartościowych (KPW) w obliczu wielu przeszkód organizacyjnych i prawnych,
- wzrost emisji papierów prywatnych na europejskim rynku KPW,
- spadek emisji bonów skarbowych,
- pełną integrację europejskiego rynku swapów i duża popularność *futures* na EURIBOR.

Dokonana przez Autorkę ocena procesów integracyjnych na rynku pieniężnym jest wyważona, przeprowadzona w sposób syntetyczny, jasny i obejmuje wszystkie aspekty i cechy charakterystyczne tego rynku. Niedostatkami opracowania są mało czytelne rysunki bez wielkości liczbowych na ilustracjach oraz nieprzeźrystość horyzontu czasowego rozważań.

W kolejnym fragmencie opracowania Joanna Żabińska analizuje procesy integracji na europejskim rynku akcji spowodowane wprowadzeniem wspólnej waluty. Najpierw Autorka scharakteryzowała ogólne warunki funkcjonowania rynku kapitałowego i zmiany, które można zaobserwować w strefie euro na tle przemian rynków pozaeuropejskich, szczególnie na uzyskanie większej przejrzystości rynku. Słusznie wskazano na przesunięcie w źródłach finansowania w Europie z kredytów bankowych na rzeź akcji i obligacji. Jednocześnie także gospodarstwa domowe chętnie wykorzystują akcje jako instrument oszczędzania, co udowodniła analiza empiryczna dochodowości różnych form inwestowania na przestrzeni lat 90. XX w. Autorka właściwie i prawidłowo wskazała tendencje rozwoju rynku kapitałowego w Europie, przejawiające się w:

- wzroście skłonności do analizy efektywności podejmowanych decyzji zarówno przez firmy, jak i prywatnych inwestorów, przy większej skłonności do ponoszenia ryzyka,
- lokowaniu nadwyżek finansowych w długoterminowe formy oszczędzania: fundusze inwestycyjne i emerytalne,
- lepszej wiedzy na temat ofert rynkowych i znajomości różnorodnych instrumentów i narzędzi informacji, wykorzystywanych do podejmowania decyzji przez inwestorów.

Ocena dokonanych procesów integracyjnych na rynkach akcji została przeprowadzona prawidłowo. Natomiast pewien niedosyt budzi fakt, że wskazano jedynie na zalety procesów integracyjnych, pomijając ich negatywne skutki dla rynku, np. znaczną segmentację uczestników rynków i marginalizację części podmiotów gospodarczych oraz wzrost kosztów. Autorka słusznie podniosła powstanie nowego zjawiska, jakim jest utworzenie rynku dla przedsiębiorstw rozwojowych, a także na niebezpieczeństwo marginalizacji giełd w niektórych krajach strefy euro czy konsolidację dojrzałych rynków giełdowych.

W dalszych wywodach J. Żabińska udowodniła wzrost znaczenia rynku akcji w systemie finansowym strefy euro oraz przedstawiła wnioski raportu opracowanego przez Komitet Mędrców dla przyspieszenia unifikacji i integracji europejskiego rynku kapitałowego, które niestety nie zostały wprowadzone w życie i w związku z tym rynek kapitałowy trudno nazwać zintegrowanym, jak słusznie stwierdziła.

Kolejną kwestią poruszaną przez Autorkę były zagrożenia postępu procesów dezintermediacji, spowodowane nieuczciwymi praktykami fałszowania sprawozdań finansowych, związanymi z tzw. kreatywną księgowością. W tym fragmencie rozważań poświęciła więcej uwagi procesom na rynku kapitałowym w USA, natomiast zjawiska zachodzące na rynku europejskim są jakby w tle, słabo wyeksponowane.

Autorka analizuje też wpływ spadku kursów akcji po 2001 r. na rozwój koniunktury w strefie euro oraz przedsięwzięcia zaprezentowane przez Komisję Europejską w celu zapobieżenia fałszowania sprawozdawczości bilansowej.

Artykuł jest dobrze udokumentowany empirycznie i prawidłowo ilustruje wskazane tendencje. Potwierdza także przyjętą hipotezę badawczą o wzroście dynamiki rozwojowej rynku akcji w strefie euro. Do niedostatków należy zaliczyć słabą czytelność wykresów i brak liczb na rysunkach.

W I części ostatniego opracowania Blandy i Puszer poświęcone zostało rynkowi obligacji w Unii Europejskiej. Na tle skutków międzynarodowego przepływu kapitału Autorka przedstawiła klasyfikację emisji i formy obligacji funkcjonujące w strefie euro oraz z dość skromną ilustracją empiryczną. Z uwagi na czas niezbędny dla wykształcenia jednolitego rynku obligacji zwróciła również uwagę na kwestie techniczne, w których ujednoczenie praktyk i przepisów narodowych jest konieczne. Wykorzystała tu raport Komitetu Giovanniego z 1997 r. Podjęła też kwestie konwersji obligacji sprzed 1999 r. i problemów z tym związanych.

Następnie na tle ewolucji budżetowych kryteriów w latach 1998-2002 i ich perspektyw do 2005 r. scharakteryzowała rynek obligacji skarbowych, wskazując na ich znaczenie dla finansowania długu. W warstwie ilustracyjnej Autorka wskazała na najważniejszych emitentów strefy euro, rozkład obligacji według kryteriów zapadalności i porównanie rentowności obligacji USA, Japonii i UGW.

Charakteryzując rynek obligacji korporacyjnych B. Puszer słusznie wskazała na główne przesłanki jego rozwoju oraz wzrost wielkości emisji i dorównywanie wartościom kapitału pozyskiwanym w UGW i USA. Ciekawe rozważania poświęciła porównaniom cen obligacji korporacyjnych i stóp procentowych kredytów bankowych, ich spreadom oraz kształtowaniu się realnej stopy wzrostu PKB.

Artykuł kończą rozważania poświęcone prezentacji empirycznej wielkości emisji w latach 1999-2003 w różnych przekrojach oraz interesujące uwagi dotyczące perspektyw rozwoju obligacji w strefie euro.

Drugą część otwiera artykuł Joanny Żabińskiej poświęcony zmianom w europejskim sektorze bankowym pod wpływem procesów tworzenia jednolitego rynku finansowego. Autorka podkreśliła wpływ liberalizacji przepływów kapitałowych, deregulacji i globalizacji na przemiany w sektorze bankowym UE oraz przywołała zasady funkcjonowania jej systemów banków wraz z dyrektywami harmonizacji. Jednocześnie słusznie zaakcentowała historycznie ukształtowaną i nadal istniejącą różnorodność tych systemów, utrudniającą harmonizację.

J. Żabińska, posługując się ilustracją empiryczną, bardzo trafnie wskazała na dokonujące się od kilku lat procesy konsolidacyjne sektora bankowego w Europie, napędzane też konkurencją, a wyrażające się w spadku wielu wskaźników ilościowych (instytucji, placówek, banków, oddziałów) przy jednoczesnym utrzymaniu efektywności całego sektora. Wzrost analizy podkreślała wyznaczone wartości wskaźników koncentracji za pomocą indeksu Herfindahla-Hirshmana, oznaczone w ujęciu dynamicznym i narodowym.

Z dużym zjawstwem problemów Autorka podniosła zróżnicowanie procesów konsolidacji w bankowości detalicznej, korporacyjnej oraz wpływu wprowadzenia euro dla porównywalności oferty europejskich banków. Jednocześnie trafnie podkreśliła, że o pełnym sukcesie integracji rynku bankowego będzie można myśleć dopiero po przeprowadzeniu pełnej harmonizacji przepisów dotyczących rozliczeń.

Następnie bardziej szczegółową analizą objęto zmiany zachodzące w systemach bankowych Francji i Niemiec z racji ich rozmiarów i znaczenia dla funkcjonowania sektora bankowego w strefie euro oraz Włoszech z powodu specyfiki procesów konsolidacyjnych. Autorka przeprowadziła bardzo staranną, dobrze udokumentowaną ocenę przemian w charakteryzowanych systemach bankowych. Również wyprowadzone wnioski na temat sytuacji sektora bankowego w Europie świadczą o wysokich umiejętnościach Autorki w zakresie syntezy i waloryzacji badanych zagadnień.

Blandy i Puszer skoncentrowała swoje zainteresowania na międzynarodowej pozycji euro. W opracowaniu podjęła wątek wpływu instytucjonalnych postępów w kształtowaniu JERF dla międzynarodowego znaczenia wspólnej waluty. Na tle funkcji walut międzynarodowych i międzynarodowej pozycji euro na różnych rynkach, określanych przez EBC, bardzo umiejętnie wytypowała przesłanki gwarantujące zaufanie uczestników rynku dla konkretnej waluty oraz gospodarki ją emitującej.

Autorka analizując wielkość emisji dłużnych papierów wartościowych według walut i regionów w latach 2001-2004 wykazała, iż euro w relatywnie krótkim czasie stało się drugą walutą świata na rynku finansowym, skutecznie eliminując japońskiego jena. Wnioski własne zostały wprowadzone na podstawie zróżnicowanej, wieloprzekrojowej ilustracji ilościowej i jakościowej.

Następny wątek B. Puszer poświęciła znaczeniu euro na rynku walutowym wskazując na likwidację transakcji krzyżowych (między walutami strefy euro), pojawienie się transakcji eurodolarowych oraz wzrost znaczenia euro jako waluty pośredniczącej.

Ciekawe były też rozważania Autorki na temat ocen kursu euro i różnych tendencji jego kształtowania, powodujących początkowo deprecjację, a później aprecjację euro – i ich skutki dla wzrostu gospodarczego.

W badanym okresie wzrosło znaczenie euro w handlu międzynarodowym, zarówno w kontekście rozliczania transakcji, jak i fakturowania, co Autorka potwierdziła stosownymi danymi empirycznymi. Rozważania B. Puszer wskazują także na rosnące znaczenie euro w obrocie oficjalnym i prywatnym w krajach spoza strefy euro, gdzie może ono występować jako waluta referencyjna, rezerwowana i interwencyjna bądź waluta depozytów bankowych (denominowanych w euro).

Ostatni fragment poświęciła Autorka kierunkom działania niezbędnym dla umocnienia pozycji euro na świecie. Jak słusznie wskazała – leżą one przede wszystkim głównie po stronie uwarunkowań instytucjonalnych, w tym przede wszystkim pokonywaniem różnorodności narodowych rynków finansowych w celu urzeczywistnienia JERF.

Bardzo zgrabnym zwięźceniem całości opracowania jest ocena stanu zaawansowania rozwoju JERF z punktu widzenia barier instytucjonalnych przygotowana przez Krystynę Mitręgę-Niestrój. Oceniając szybkość procesów integracji na poszczególnych składowych rynkach, potwierdziła wcześniej sformułowane opinie o opóźnieniach w scalaniu rynków *repo* i krótkoterminowych papierów wartościowych.

Autorka prawidłowo wychwyciła tendencje procesów integracyjnych na rynku kapitałowym oraz ich bariery:

- wzrost znaczenia obligacji korporacyjnych,
- zmniejszenie kosztów emisji,
- poprawa płynności rynku obligacji,
- opóźnienia w integracji rynku akcji spowodowane barierami prawnymi, różnicami w opodatkowaniu czy różne wzorce standardów rachunkowości,
- wzrost współpracy i konsolidacja na europejskim rynku giełdowym,
- wzrost różnicowania inwestycji w akcje (inwestowanie branżowe wypiera regionalne).

Nawiązując do raportu Komitetu Mędrców, Autorka przedstawiła szeroką gamę barier, które utrudniają powstanie zintegrowanego JERF i wywodzą się z bardzo różnorodnych przesłanek: prawno-definicyjnych, instytucjonalnych, różnorodności modeli funkcjonowania rynków i instytucji, niejasności i nieefektywności regulacji. Zaprezentowała też wyniki ankiety Komitetu Mędrców dotyczące tych barier.

Z kolei systematykę barier przedstawiła, posiłkując się raportem Grupy Giovanniniego w kontekście barier wynikających z wymogów technicznych i praktyk rynku, różnic w narodowych systemach podatkowych i odmienności przepisów prawnych dotyczących rynku.

W dalszych rozważaniach zaprezentowała ewolucję działań instytucjonalnych na rzecz rozwoju procesów integracji europejskiego rynku finansowego: program FSAP (i jego realizację), programy grupy Lamfalussy'ego i grupy Giovanniniego.

O ile treść analizy nie budzi wątpliwości, o tyle sekwencja prowadzonych rozważań jest momentami dyskusyjna. Autorka nawiązuje do poglądów Komitetu Mędrców przed przedstawieniem działalności tego Komitetu.

Mimo że pozytywny odbiór treści merytorycznych recenzowanych pozycji psuje słaba korekta redakcyjna, błędy literowe i interpunkcyjne oraz słaba jakość i czytelność rysunków, to oba opracowania są bardzo interesujące i porządkują stan wiedzy na temat procesów integracji rynku finansowego w Europie. Wskazują i ilustrują empirycznie prawidłowości zachodzącego na tym rynku i diagnozują istniejący stan integracji identyfikując różnorodne ograniczenia w jej pogłębieniu.

*Wiesława Przybylska-Kapuścińska*