

**Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Jolanty Pasionek
pt. „Rynek Forex w warunkach wzrostu znaczenia gospodarek wschodzących”,
przygotowanej pod kierunkiem naukowym dra hab. Jacka Pietruchy, prof. UE
oraz promotora pomocniczego dr hab. Renaty Pęciak**

1. Ogólna charakterystyka rozprawy

Rozprawa p. mgr Jolanty Pasionek, którą otrzymałem do recenzji, zgodnie z informacją do niej dołączoną, jest elementem przewodu doktorskiego przeprowadzanego w dziedzinie nauk ekonomicznych w dyscyplinie ekonomia, na podstawie przepisów dotychczasowych. Biorąc pod uwagę jej zakres tematyczny, cel, przedmiot i metodę badań, a przede wszystkim jej treść, stwierdzam, że należy ją faktycznie zaklasyfikować do wskazanej dyscypliny. Dla porządku jednak trzeba dodać, że w świetle zasad obowiązujących obecnie, byłaby to dyscyplina „ekonomia i finanse”.

Dzieło liczy 201 stron, a wśród nich zasadniczy tekst obejmuje 171 stron. Nie jest to zatem opracowanie obszerne, jeśli odnieść je do standardowej objętości prac doktorskich z zakresu ekonomii. Praca obejmuje wstęp – zawierający zgodnie z powszechnie przyjętym kanonem opis podstaw aparatu badawczego, tj. uzasadnienie wyboru tematyki, cele, hipotezy, metody, charakterystykę struktury pracy – pięć rozdziałów oraz zakończenie, wskazujące najważniejsze wnioski. Dodatkowymi elementami opracowania są spisy: bibliografii, tabel, schematów i wykresów oraz aneks, a w nim m. in. kwestionariusz przeprowadzonej przez Doktorantkę ankiety. Wykaz literatury nie został podzielony na wydawnictwa zwarte i periodyki, a jedynie wyodrębniono w nim raporty i strony internetowe. Obejmuje on razem 269 pozycji, a więc pod względem ilościowym jest satysfakcjonujący. Warto odnotować, że w pracy znajduje się aż 61 wykresów, 33 tabele i 7 schematów, co z jednej strony sprawia, że zasadniczy tekst opracowania ma jeszcze mniejszą objętość, z drugiej jednak, z uwagi na podejmowaną tematykę i zastosowane metody badawcze jest to w pełni uzasadnione, a bogactwo ilustracji polepsza percepcję opracowania.

Tytuł rozprawy jest w mojej ocenie sformułowany prawidłowo. Choć w swoim brzmieniu jest zasadniczo ogólny i mógłby stanowić również tytuł znacznie bardziej obszernego opracowania, to dobrze koresponduje z treścią pracy. Można by się jedynie zastanawiać nad jego zawężeniem poprzez wskazanie przedmiotu badań, np. „na przykładzie wybranych walut” lub „badanie reakcji kursów na publikację danych makroekonomicznych”; sądzę jednak, że nie było to bezwzględnie konieczne.

2. Trafność i oryginalność tematyki

Tematyka pracy jest według mnie dobrana w sposób trafny. Światowy rynek walutowy stanowi ważną i znaczącą część międzynarodowych rynków finansowych i chociaż mechanizmy nim rządzące są przedmiotem dociekań naukowych od wielu dekad, a związki pomiędzy zmiennymi stosunkowo dobrze rozpoznane i opisane, to jednak zachodzące na nim, szczególnie w ostatnich latach, bardzo szybkie, trudne do przewidzenia i znaczące zmiany, sprawiają, że w tym obszarze wciąż trwają dyskusje w literaturze, można zidentyfikować wiele luk i istnieje potrzeba prowadzenia dalszych badań.

Doktorantka odnalazła jedną z takich luk badawczych i z powodzeniem podjęła wysiłek polegający na jej wypełnieniu. Stanowią ją skutki wzrostu ekonomicznego znaczenia gospodarek wschodzących na świecie dla ich roli na rynku Forex, w szczególności dotyczące siły reakcji kursów walut Meksyku, RPA i Turcji wyrażonych w dolarze na publikację krajowych i amerykańskich danych makroekonomicznych. Chociaż w literaturze można odnaleźć niejedną próbę określania na różne sposoby, zróżnicowanymi metodami i w różnorodnych obszarach bieżącej pozycji pieniędzy emitowanych przez gospodarki wschodzące na międzynarodowym rynku walutowym, to nie są mi znane publikacje reprezentujące to samo podejście, zakres dociekań i okres badawczy, co zastosowane przez Autorkę. Sformułowane na podstawie badań uogólnienia zasadniczo trafnie opisują tendencje i związki charakterystyczne dla całego rynku Forex. W związku z tym, podjęta szczegółowa tematyka ma zatem charakter oryginalny, a zamiar badawczy jest w pełni uzasadniony, wartościowy, twórczy i z wszelkich miar zasługuje na uznanie.

3. Cel pracy, hipotezy badawcze, metoda

Cel pracy określony jest jako „wyjaśnienie, czy wzrost znaczenia gospodarek wschodzących w gospodarce globalnej przełożył się na wzrost znaczenia tych gospodarek na międzynarodowym rynku walutowym”. W mojej ocenie jest on sformułowany prawidłowo, zarówno pod względem merytorycznym, jak i językowym. Koresponduje zarówno z tytułem dysertacji,

jak i z jej treścią, co sprawia, że fundamenty metodologiczne i logiczne opracowania są solidne i spójne. Bardzo słusznym zabiegiem jest wyznaczenie czterech celów szczegółowych, których logika i zasadność dla realizacji celu głównego jest niezaprzeczalna. Dzięki takiemu podejściu schemat badań jest wyrazisty, ich kierunek jednoznacznie nakreślony, a ocena efektów – ułatwiona.

Na krytykę zasługuje jednak warstwa opisu hipotez. Autorka ustala zasadniczą hipotezę pracy następująco: „w ostatnich dekadach wzrosło znaczenie gospodarek wschodzących w gospodarce światowej, jednak wzrost ten nie przełożył się ani na wzrost znaczenia walut tych gospodarek na rynku Forex, ani na wzrost znaczenia danych makroekonomicznych z tych gospodarek dla kształtowania się kursów walutowych”. Sądzę, że jest ona nieco nazbyt rozbudowana, i wydaje mi się, że w istocie pierwsza jej część wcale do niej nie należy – czy bowiem celowe jest dywagowanie nad faktem, że „w ostatnich dekadach wzrosło znaczenie gospodarek wschodzących w gospodarce światowej”? W związku z tym, to stwierdzenie można było z powodzeniem pominąć, co nie tylko spowodowałoby, że przytoczone zdanie byłoby w całości hipotezą, ale także sprawiłoby, że brzmiałaby ona bardziej klarownie. Dodatkowo, niezbyt precyzyjne jest tu użycie słowa „przełożył” (chyba bezrefleksyjnie powtórzono za celem pracy) – czy chodzi o to, że dwa ostatnie wzrosty w ogóle nie wystąpiły, czy wystąpiły, ale w (znaczenie?) mniejszym stopniu lub nie ma zależności przyczynowo-skutkowej? Zwracam na to uwagę, ponieważ formułowanie hipotez, które są weryfikowane przy zastosowaniu metod ilościowych, powinno być możliwie jednoznaczne.

Doktorantka wskazuje dodatkowo trzy stwierdzenia, które określa jako hipotezy pomocnicze. Niestety, w mojej ocenie pierwsze z nich nie jest hipotezą. Trudno bowiem takim mianem określić zdanie: „początek XXI wieku przyniósł wzrost znaczenia gospodarek wschodzących w gospodarce światowej”. Pozwolę sobie na dosadną uwagę, że wie o tym już student pierwszego roku ekonomii; zresztą m. in. właśnie z tego powodu gospodarki te nazywają się „wschodzące”. Sama Doktorantka w podobny sposób je definiuje w podrozdziale 1.2.1., pisząc m. in., że „w gospodarkach tych wskaźniki makroekonomiczne potwierdzają ich dynamiczny rozwój. Cechuje je dynamiczny wzrost inwestycji, a ich rynki finansowe nabierają coraz większego znaczenia i cieszą się coraz większym zainteresowaniem inwestorów na arenie międzynarodowej”. Jest to w związku z tym raczej tautologia, a z pewnością nie przypuszczenie, które się potwierdza lub odrzuca (!) w rozprawie doktorskiej. Z kolei drugie stwierdzenie, tj. „znaczenie walut gospodarek wschodzących w transakcjach na rynku Forex nie odpowiada roli gospodarek wschodzących w gospodarce światowej”, sprawia wrażenie niespójnego z hipotezą główną. Mamy tu bowiem odniesienie do związku „znaczenia” i „roli” (stanów), a w przypadku

hipotezy głównej – do zależności pomiędzy „wzrostami” (zmianami stanów). Zapoznając się zatem we wstępie z podstawami zamysłu badawczego Autorki nie jest się w stanie orzec, co w istocie będzie ona wykazywać: że wzrost znaczenia gospodarek wschodzących na rynku walutowym nie ma związku ze wzrostem ich znaczenia na świecie, czy że ich rola na rynku Forex jest w ogóle mniejsza niż by wynikało z ich pozycji w gospodarce globalnej, a może i to, i to, tylko dlatego wówczas jedno jest hipotezą główną, a drugie – pomocniczą?

W mojej ocenie układ hipotez jest nieco chaotyczny, nie do końca przemyślany i stanowi w dużej mierze powtórzenie celów pracy. Hipotezy sprawiają wrażenie jakby napisanych „na siłę”. O wiele lepszym rozwiązaniem byłoby sformułowanie np. pytań badawczych – czy początek XXI wieku przyniósł duży wzrost znaczenia gospodarek wschodzących w gospodarce światowej? czy w ostatnich dekadach wzrosło znaczenie walut gospodarek wschodzących na rynku Forex? czy odpowiada ono roli tych gospodarek na świecie? czy wzrosło znaczenie danych makroekonomicznych z tych gospodarek dla kształtowania się kursów walutowych? itd. – lub po prostu tezę, nawet w brzmieniu obecnych hipotez, ale bez, jak się wydaje, zbędnego podziału na główną i pomocnicze.

Metody zastosowane do realizacji celów pracy i rozwiązania problemu badawczego, jakim było określenie związku pomiędzy znaczeniem gospodarek wschodzących na świecie a ich rolą na rynku walutowym, są prawidłowe i standardowe dla dyscypliny ekonomii (i finansów). Autorka dokonała tego przede wszystkim za pomocą analizy reakcji kursów walut wyrażonych w dolarze na publikację danych makroekonomicznych. Do metod wykorzystywanych przy przygotowywaniu rozprawy należą: analiza danych statystycznych z wykorzystaniem różnych technik, takich jak analiza regresji, ankieta przeprowadzona wśród polskich inwestorów oraz analiza literatury.

4. Dobór literatury i materiałów źródłowych

Dobór literatury nie budzi zastrzeżeń, zarówno pod względem ilości, jak i jakości, a rozprawa jest mocno osadzona w dorobku dyscypliny. Doktorantka wykorzystwała pozycje polsko- oraz obcojęzyczne, w dużej mierze najnowsze, publikowane przez krajowych i zagranicznych autorów w uznanych czasopiśmie oraz wydawnictwach. Źródła zarówno dotyczą tematyki ściśle związanej z problematyką rozprawy, jak i stanowią tło rozważań, użyte w celach polemicznych i poszerzających spojrzenie na badany obszar. Takie podejście umożliwiło przeprowadzenie całościowej, rzetelnej i krytycznej analizy piśmiennictwa i stanowiło podstawę do formułowania prawidłowych i wartościowych wniosków.

Dane liczbowe pozyskano z wiarygodnych i powszechnie wykorzystywanych przez ekonomistów źródeł, takich jak: Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Bank Światowy, PricewaterhouseCoopers, Bank Rozrachunków Międzynarodowych, Narodowy Bank Polski, a także z kalendarza ekonomicznego portalu Investing.com – jak słusznie zauważa Autorka, „uznanej w opinii światowych inwestorów, globalnej platformy finansowej”. Informacje o kursach walutowych pochodzą z programu Meta Trader 4, który jest uznawany za jedno z najpopularniejszych narzędzi wykorzystywanych na świecie w handlu na rynku Forex.

Doktorantka zebrała również dane pierwotne posługując się ankietą poprzedzoną badaniami pilotażowymi, przeprowadzoną wśród polskich inwestorów. Próba badawcza obejmowała zarówno inwestorów indywidualnych, w liczbie 650 „aktywnych na rynku kontrahentów”, jak i instytucjonalnych (zawodowych), tj. 110 pracowników domów maklerskich i banków. Nie do końca czytelny jest w tym kontekście sposób doboru konkretnych adresatów kwestionariusza ankiety, zwłaszcza że Autorka pisze, że nie był to dobór losowy, a celowy, w którym „sam badacz, w sposób subiektywny, dokonuje selekcji osób badanych z danej populacji generalnej”. Mimo, że w rozprawie jest wskazane, że badanie było niepełne i „obejmowało tylko wybrane jednostki danej zbiorowości”, a ankietę skierowano do jednostek typowych, kierując się „posiadaną wiedzą o badanej populacji, w szczególności w zakresie niektórych jej charakterystycznych cech”, to w mojej ocenie należałoby dokładnie i wyraźnie wskazać jeszcze, jakimi kryteriami lub jaką procedurą kierowano się przy doborze konkretnych respondentów.

Warto zaznaczyć, że liczebność próby badawczej jest satysfakcjonująca, jeśli przyjmie się, że populację stanowili wyłącznie inwestorzy polscy. Niestety, w pracy trudno odnaleźć jednoznaczną odpowiedź, dlaczego zostało nałożone takie ograniczenie i dlaczego adresatami badania ankietowego były wyłącznie podmioty krajowe, skoro nie ma to odzwierciedlenia ani w tytule czy tematyce rozprawy, ani w jej celach (poza symboliczną wzmianką, również bez uzasadnienia) czy hipotezach. Takie precyzyjne określenie przesłanek zawężenia badania w mojej ocenie jest konieczne ze względu na to, że stanowi kwestię co najmniej dyskusyjną, czy wyniki dotyczące znaczenia walut krajów wschodzących na polskim rynku dewizowym i reakcji ich kursów na publikację danych makroekonomicznych w ocenie wyłącznie krajowych inwestorów mogą stanowić podstawę do uogólnień dla całego światowego rynku Forex. Bez głębszej refleksji w tym obszarze, konkluzja rozdziału trzeciego sformułowana m. in. w oparciu o wyniki ankiety – brzmiąca: „badania potwierdzają zatem przyjętą hipotezę, że wzrost znaczenia gospodarek wschodzących w gospodarce globalnej nie przekłada się na wzrost znaczenia tych gospodarek na rynku walutowym” – może wydawać się nieuprawniona.

Z kolei wybór walut krajów o gospodarkach wschodzących poddanych analizie ekonometrycznej (meksykańskie peso, południowoafrykański rand i turecka lira) uznaję za w pełni prawidłowy. Podzielam zdanie Doktorantki, że przytoczone przez nią przesłanki, tj. udział w światowych obrotach na rynku dewizowym, reprezentatywność geograficzna i dostępność danych, dobrze uzasadniają taki zestaw danych źródłowych. Nie mam również zastrzeżeń, jeśli chodzi o wyznaczenie okresu badawczego, zarówno pod względem jego długości, jak i umiejscowienia w czasie.

5. Układ i struktura rozprawy

Struktura rozprawy i jej podział na części jest przemyślany i poprawny. Dwa pierwsze rozdziały mają charakter ogólnoteoretyczny i nakreślają dorobek literatury w zakresie charakterystyki gospodarek wschodzących i światowego rynku walutowego. Stanowi to podbudowę dalszych, zasadniczych rozważań, skupiających się na prezentacji wyników badań empirycznych i ekonometrycznych oraz głównych konkluzji z nich płynących.

Pierwszy rozdział, „Gospodarki wschodzące jako element gospodarki światowej”, liczy 45 stron. Zgodnie z brzmieniem tytułu traktuje o umiejscowieniu tego rodzaju podmiotów w sieci międzynarodowych stosunków ekonomicznych, finansowych i walutowych. Autorka skupia się na charakterystyce gospodarki światowej i międzynarodowego systemu walutowego, a następnie definiuje, klasyfikuje i wskazuje najważniejsze cechy gospodarek wschodzących. Zwieńczenie tej części rozprawy stanowi identyfikacja skali i tempa wzrostu znaczenia tych gospodarek na świecie, co koresponduje z przyjętymi przez Doktorantkę hipotezami (jak wskazywałem, właściwie należałoby je określić mianem tez). Wywody poparte są kompleksową i wielowymiarową analizą danych liczbowych, co sprawia, że formułowane wnioski są dobrze zilustrowane i uzasadnione.

Z jednym ze stwierdzeń zawartych w tej części pracy nie mogę się jednak zgodzić. Autorka pisze bowiem, że „główną wadą systemu wielodewizowego jest jego niestabilność. [...] Nie wpływa [ona] [...] negatywnie na rozwój handlu światowego”. Abstrahując już od dyskusji, czy obecny światowy system walutowy jest faktycznie niestabilny sam w sobie jako konstrukcja (bo przecież zasadniczo funkcjonuje już około pół wieku), czy niestabilność ta dotyczy jedynie kursów walutowych (co jest niezaprzeczalne), w mojej ocenie, wahania relacji wymienionych środków płatniczych powodują zwiększone koszty handlu międzynarodowego, związane z zabezpieczeniem przed ryzykiem kursowym, narażają podmioty w nim uczestniczące na to ryzyko, a więc w konsekwencji właśnie wpływają negatywnie na rozwój tegoż handlu. Zdaję

sobie sprawę, że wyniki wielu badań obecne w literaturze częstokroć nie potwierdzają zakładanych błogosławieństw sztywnych kursów walutowych czy unii monetarnych, jednak uwzględniają one również wady tego typu rozwiązań. Gdyby jednak kursy walutowe na świecie były stabilne i nie ulegałyby wahaniom, rozwój handlu światowego, nieobciążony ryzykiem z tego tytułu, mógłby być szybszy, a na pewno wiązałyby się z mniejszymi kosztami dla podmiotów prowadzących działalność zinternacjonalizowaną.

Drugi rozdział zatytułowany jest „Rynek Forex we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym” i obejmuje 35 stron. Rozważania tu przedstawione dotyczą charakterystyki tego segmentu światowych rynków finansowych, a w szczególności opisu jego rozwoju, cech, podmiotów, głównych par walutowych i rodzajów transakcji tu zawieranych. Ostatni podrozdział poświęcony jest rynkowi dewizowemu w Polsce, co jest nieco zaskakujące w kontekście tytułu pracy (i rozdziału) oraz zarysowanego we wstępie zakresu tematycznego, celu czy hipotez. Nagłe przeniesienie obszaru zainteresowania ze światowego rynku walutowego na krajowy nie zostało w treści rozdziału wyraźnie uzasadnione. Sądzę, że takie niespodziewane zawężenie rozważań akurat do naszego kraju jest powiązane z tym, że – jak zwracałem uwagę wcześniej – również badanie ankietowe przeprowadzono wyłącznie pośród podmiotów polskich; wciąż jednak nie znam jasnej podstawy metodologicznej dla takiego zabiegu dokonanego przez Doktorantkę. Pewną poszlakę może stanowić zaliczenie Polski do gospodarek wschodzących, ale w mojej opinii bardziej racjonalnym zabiegiem byłoby szczegółowe scharakteryzowanie (jeśli nie w tym rozdziale, to w kolejnym) nie polskiego, a meksykańskiego, południowoafrykańskiego i tureckiego rynku dewizowego jako krajów, których waluty są przedmiotem dociekań przedstawionych w finalnej części rozprawy.

Kolejny rozdział nosi tytuł „Waluty gospodarek wschodzących na rynku Forex” i ma 30 stron. Poświęcony jest analizie różnego rodzaju udziałów, tj. środków płatniczych badanych gospodarek w całkowitych obrotach światowego rynku walutowego i w transakcjach tej grupy, poszczególnych par walutowych i inwestorów z gospodarek wschodzących w globalnym rynku Forex, również w podziale na konkretne instrumenty (spot, forward, opcje itp.) itd. Tytuł podrozdziału 3.2. wskazuje, że ma to służyć charakterystyce rynku dewizowego gospodarek wschodzących. Charakterystyka ta jest niestety wyłącznie liczbowa i m. in. na skutek tego, w mojej ocenie, nazbyt powierzchowna. Jak wspominałem, brakuje mi zaprezentowania ram funkcjonowania rynku dewizowego w trzech krajach, których waluty są przedmiotem dalszych dociekań: Meksyku, RPA i Turcji. Szczególnie odczuwalne jest pominięcie przez Doktorantkę choćby krótkiego odniesienia do reżimów kursowych panujących w analizowanych gospodarce i roli władz walutowych w stabilizacji relacji wymiennych emitowanych walut, mogłoby

to bowiem mieć znaczenie przy badaniu reakcji kursu. Przykładowo, Międzynarodowy Fundusz Walutowy klasyfikuje reżim zastosowany w Meksyku jako „free floating”, a w RPA i w Turcji – jako „floating”, co wskazuje m. in. na odmienną częstotliwość interwencji walutowych.

W ostatnim podrozdziale Autorka przedstawia wyniki przeprowadzonego badania ankietowego – w części dotyczącej oceny przez polskich inwestorów roli walut gospodarek wschodzących na światowym rynku Forex. Opisuje szczegółowo zastosowaną metodę badawczą i cechy respondentów, a następnie prezentuje, jaka część z nich inwestuje w analizowane środki płatnicze, jakie są tego motywy, a co z kolei jest przyczyną niewielkiej skali tych inwestycji, jakie są to pary walutowe i z jaką częstotliwością są zawierane transakcje, a także jak adresaci badania oceniają zmiany na rynku Forex, cechy walut i ich emitentów czy przyczyny ich niskiego udziału w transakcjach dewizowych na świecie. Sformułowane wnioski z badania są bardzo interesujące, oryginalne i poszerzają wiedzę na temat znaczenia walut gospodarek wschodzących dla podmiotów polskiego rynku dewizowego oraz ich postrzegania przez krajowych inwestorów. Jak wskazywałem, można jednak polemizować, czy są one wystarczającą podstawą do uogólniania zależności na globalny rynek Forex, a ustosunkowania się do tej kwestii w rozprawie brakuje.

W czwartym rozdziale, nazwanym „Publikacja danych makroekonomicznych jako determinanta krótkookresowej reakcji kursów walutowych” i liczącym 21 stron, Doktorantka skupia się na roli ogłaszania tego rodzaju danych dla kształtowania się relacji wymiennych środków płatniczych, w szczególności odnosząc to do pieniędzy emitowanych przez gospodarki wschodzące. Wychodzi od przeglądu literatury, który – trzeba to podkreślić – jest dokonany profesjonalnie i rzetelnie, następnie wskazuje, jakie konkretne rodzaje danych mogą wywoływać reakcję kursu, by wreszcie przedstawić wyniki badania ankietowego dotyczące tej materii. Obejmują one „ustalenie, jakie znaczenie, z perspektywy doświadczenia respondentów, ma publikacja wymienionych danych dla kształtowania się kursu walut rynków wschodzących w krótkim okresie, tj. od godziny do dwóch godzin”.

Ponownie, można mieć zastrzeżenia odnośnie do tego, czy badanie przeprowadzone wyłącznie wśród polskich inwestorów jest miarodajne. Jest to szczególnie dyskusyjne wobec faktu, że – jak wskazuje Autorka pracy – jedynie 8,4% respondentów zawierało jakiegokolwiek transakcje, których przedmiotem były waluty gospodarek wschodzących. W związku z tym, poza wskazanymi wcześniej wątpliwościami, kwestią problematyczną pozostaje, czy adresaci ankiety, spośród których prawie 92% nigdy nie inwestowało w pieniądze będące przedmiotem dociekań w dysertacji, posiadają jako zbiorowość poddana sondowaniu na tyle bogate doświadczenie w tej dziedzinie (a które zakłada Doktorantka jako pewnik), że ich spostrzeżenia można

uznać za wartościowe i prawidłowe. Brak refleksji na ten temat stanowi, w mojej opinii, mankament zastosowanego procesu badawczego.

Autorka w tym rozdziale używa określeń „popyt na daną parę walutową” i „podaż danej pary walutowej”. Uważam, że stwierdzenia tego rodzaju są w rozprawie doktorskiej z zakresu ekonomii (i finansów) niedopuszczalne. Terminy „popyt” i „podaż” dotyczą dobra (towaru), a zatem nie pary walutowej, tylko danego środka płatniczego. Para walutowa, np. EUR i USD, wskazuje wyłącznie na sposób określania ceny (kursu) i mówienie o parze w kontekście popytu i podaży jest niezrozumiałe – cóż bowiem miałby oznaczać „popyt na parę” EUR – USD? Zapotrzebowanie na EUR przy różnych poziomach jego ceny wyrażonej w dolarze (przypuszczam, że właśnie o to Doktorantce chodzi), czy zapotrzebowanie na USD przy różnych poziomach jego kursu wyrażonego w euro? Bo pewnie nie jednocześnie i jedno, i drugie, mimo że to popyt „na parę”, a zatem dosłownie rozumiejąc, na dwie waluty? Co wówczas oznaczałaby „podaż pary” EUR-USD? Przecież popyt na EUR przy płaceniu za niego dolarem jest tożsamy z podażą USD przy płaceniu za niego w euro (!). Nie mówiąc już o tym, że w skrajnym przypadku można by próbować dowodzić, iż popyt na euro na światowym rynku walutowym jest z punktu widzenia paradygmatu przyjętego w mikroekonomii niezależny od tego, w jakiej jednostce wyrażony jest jego kurs; to ciągle ten sam popyt, a więc – z zakłopotaniem muszę przypomnieć to Doktorantce – funkcja wiążąca ilość oferowaną konkretnego dobra z jego ceną. Można pisać o popycie na jedną walutę reprezentowanym przez posiadaczy drugiej, ale nie o „popycie na parę”. Takie określenia (potoczne? żargonowe?), niezgodne z aparatem pojęciowym stosowanym w ekonomii, wywołują chaos, czy wręcz mętlik definicyjny i utrudniają percepcję wywodów prowadzonych przez Autorkę dysertacji.

Polemizowałbym również ze spostrzeżeniem sformułowanym w podrozdziale 4.2.: „jeśli poziom cen krajowych wzrasta, to w kraju dochodzi do aprecjacji waluty krajowej”. Możliwe, że w pewnych sytuacjach taka zależność może zaistnieć, co zresztą Doktorantka uzasadnia wynikami badań przedstawianymi w literaturze, jednak chociażby teoria parytetu siły nabywczej wskazuje na odwrotny związek pomiędzy poziomem cen w kraju (czy inflacją) a relacją wymienną krajowego środka płatniczego. Sam zdrowy rozsądek podpowiada też, że jeśli zmniejsza się wartość wewnętrzna pieniądza (czyli innymi słowy, wzrastają ceny w kraju) to jego wartość zewnętrzna, wyrażona kursem walutowym, powinna również maleć (por. np. E. Drabowski: *Teorie kursu walutowego*. Warszawa: PWE, 1985, s. 20 i nast.). Stąd przytoczone stwierdzenie powinno być, w mojej ocenie, znacznie dokładniej uzasadnione przez Autorkę rozprawy.

Dalej Doktorantka stwierdza, że „importerzy odpowiadają za popyt na daną walutę, z kolei eksporterzy są źródłem podaży danej waluty”. Stwierdzenie to nie przystaje do wywodów prowadzonych w rozdziale, w których uwaga skupiona jest na walucie krajowej. Przy tym podejściu, to importerzy reprezentują podaż środka płatniczego (dążą do jego wymiany na waluty obce), a eksporterzy zgłaszają na niego popyt (sprzedając obce pieniądze). Takie stwierdzenie korespondowałoby z logicznego punktu widzenia z kolejnym zdaniem rozprawy: „nadwyżka eksportu zazwyczaj umacnia kurs waluty danego kraju, zaś nadwyżka importu osłabia kurs”.

Odnutowałem również brak nawiązania do teorii parytetu stóp procentowych, wiążącej stopy nominalne z kursem walutowym, przy omawianiu wpływu tego czynnika na kształtowanie się relacji wymiennej środków płatniczych. Doktorantka skupiła się wyłącznie na stopach realnych, które, jak słusznie stwierdza, mają istotne znaczenie krótkookresowe; parametr ten w ujęciu nominalnym może mieć jednak odmienny związek z kursem. Koncepcja parytetu stóp procentowych, w oparciu o zjawisko arbitrażu i prawo jednej ceny, wskazuje bowiem, że przy niezmiennym stopie zagranicznej kurs waluty obcej wyrażony w walucie krajowej wykazuje tę samą tendencję, co rodzima stopa procentowa. Podniesienie nominalnej stopy krajowej powoduje napięcia deprecyjnego w odniesieniu do waluty danej gospodarki i odwrotnie.

Zależności wiążące poziom cen i stopy procentowe z kursem walutowym są niełatwe do badania i jednoznacznego określenia także i z tej przyczyny, że są dwukierunkowe – również zmiany kursu wpływają na wskaźnik inflacji i stopę procentową w kraju. Ubolewam, że Autorka rozprawy nie pochyliła się bardziej nad tą tematyką, a przedstawione w tym obszarze wywody sprawiają wrażenie spojrzenia wyłącznie jednostronnego.

Ostatni rozdział, „Reakcja kursów walutowych par z walutami gospodarek wschodzących na publikację danych makroekonomicznych”, o objętości 28 stron, skupia się na omówieniu wyników ekonometrycznego badania związku przyczynowo-skutkowego pomiędzy ogłaszaniem danych gospodarczych z krajów wschodzących i z USA a korektą (w ciągu godziny) i skalą zmienności relacji wymiennych meksykańskiego peso, południowoafrykańskiego randa i tureckiej liry w stosunku do dolara – jako reprezentantów środków płatniczych emitowanych przez gospodarki wschodzące. Zgadzam się z Doktorantką, że takie podejście jest w pełni uzasadnione – w zakresie nie tylko, jak wskazywałem wcześniej, doboru walut do analizy, ale także skupienia się na danych ze Stanów Zjednoczonych, selekcji piętnastu mierników, uwzględniania rozbieżności pomiędzy prognozowanymi a faktycznymi poziomami wskaźników makroekonomicznych (skali „niespodzianki”) oraz przyjętego horyzontu czasowego reakcji kursu – i pozwala na uprawnione dokonanie uczynionych w warstwie konkluzji uogólnień. Również przedstawiona konstrukcja modelu nie budzi wątpliwości co do jej poprawności, chociaż np.

uzasadnienie dla przyjęcia zerojedynkowych zmiennych kontrolnych mogłoby być nieco szersze i bardziej przejrzyste czy brak jest wyjaśnienia oznaczeń k_c i k_x .

Nie jest dla mnie jasne, z jakiej przyczyny Autorka stwierdza na s. 155, że „rezultaty przedstawione w tabeli 28. wskazują, że reakcje kursu [...] na niespodzianki dotyczące wskaźników z Meksyku nie były w żadnym przypadku istotnie silniejsze od reakcji na dane USA”, skoro w przytoczonej tabeli reakcja na publikację danych o stanie meksykańskiego bilansu handlowego jest wskazana jako mocniejsza w porównaniu do wskaźnika dla Stanów Zjednoczonych oznaczonego przez „ism” (indeks ISM dla usług). Figuruje tu bowiem znak „-”, objaśniony, że „oznacza silniejszą reakcję na określoną niespodziankę z Meksyku”. Jest to zatem albo przeoczenie czy błąd, albo kryje się za tym jakieś uzasadnienie, nie wskazane wprost w tym miejscu dysertacji. Na marginesie należy zaznaczyć, że skróty oznaczeń z tabel 26, 28, 30, 31, 32 i 33 (jak np. wspomniane „ism”) są co prawda wyjaśnione w załączniku do rozprawy, ale nie do końca poprawnie, bo z przedrostkami w stylu „niesp_usa_” (używany z kolei w tabelach 25, 27 i 29), co jest zabiegiem nieco zaburzającym przejrzystość i szybką percepcję wywodów.

Przedstawione w tym rozdziale rezultaty analiz są wartościowe i wnoszą oryginalny wkład do wiedzy na temat związku pomiędzy kursami walut gospodarek wschodzących a publikacją danych makroekonomicznych. I choć nie sposób nie zgodzić się z Doktorantką, że „wyniki badań reakcji na publikację danych [...] nie są jednoznaczne, dlatego należy je ostrożnie interpretować”, to w mojej ocenie nawet taka ostrożna interpretacja dokonana przez Autorkę pozwoliła na wyciągnięcie ważnych i niebanalnych wniosków.

Zakończenie rozprawy zawiera syntetyczne zestawienie konkluzji, które umożliwiła sformułować zastosowana przez Autorkę procedura badawcza. Mimo, że jak wskazywałem, pewne wątpliwości może budzić podstawa ich uogólniania, to są one zasadniczo prawidłowe i mocno podparte materiałem dowodowym. Szczególne istotne dla rozwoju dyscypliny jest wyraziste i przekonujące potwierdzenie, że rola walut krajów wschodzących w transakcjach na światowym rynku walutowym nie koresponduje ze znaczeniem tychże państw w gospodarce globalnej. Kluczowym wnioskiem jest również to, że relacje wymienne analizowanych środków płatniczych w silniejszym stopniu reagują na dane z USA niż z gospodarki macierzystej, chociaż – co trzeba zaznaczyć – Doktorantka formułuje tu zastrzeżenie, że „dotyczy to wyłącznie kilku kluczowych danych, w tym zwłaszcza zatrudnienia, zamówień na środki trwałe, inflacji bazowej oraz zaufania konsumentów”.

6. Ocena wartości merytorycznej i znaczenia rezultatów badawczych

Nie mam wątpliwości, że recenzowana rozprawa charakteryzuje się wysoką wartością merytoryczną, naukową i poznawczą. Procedura badawcza – poza niewielkimi zastrzeżeniami, które podnosiłem wcześniej – jest spójna, logiczna i odpowiednio podparta przez szerokie studia literaturowe. Formułowane w oparciu o nią wnioski mają charakter nowatorski, oryginalny i istotne znaczenie dla ekonomii. Identyfikowanie przez Doktorantkę ważnych zależności odnoszących się do walut gospodarek wschodzących poskutkowało poszerzeniem wiedzy w tym obszarze i w mojej ocenie, jest wartościowe i zasługujące na uznanie. Dysertacja stanowi dobrze poparty rzetelnymi wynikami badań, wyraźny i konstruktywny głos w toczącej się w literaturze dyskusji na temat roli krajów wschodzących w międzynarodowych stosunkach gospodarczych i finansowych. Co więcej, przedstawione konkluzje mogą również stanowić fundament do kontynuacji dociekań i wyznaczać kierunki dalszych badań tego obszaru.

Należy również dobitnie wskazać, że poza zaletami naukowo-poznawczymi praca posiada również walory aplikacyjne. Rezultaty analiz dotyczących reakcji kursów na publikację danych makroekonomicznych mogą być bowiem przydatne praktykom, tj. inwestorom na rynku walutowym, zarówno indywidualnym, jak i reprezentującym instytucje bankowe i inne finansowe. W związku z tym zachęcam do ich opublikowania.

7. Ocena strony formalnej i technicznej

Stronę formalną i techniczną pracy oceniam jako bardzo dobrą. Cechuje ją staranna interpunkcja i zasadniczo nienaganna stylistyka. Autorka posługuje się wartkim, klarownym i zrozumiałym językiem, przy jednoczesnej swobodzie i komunikatywności w wykorzystaniu specjalistycznej terminologii. Nie mam zastrzeżeń względem sposobu wykonania odsyłaczy i spisów (poza wskazanym brakiem podziału bibliografii na wydawnictwa zwarte i artykuły); tabele, wykresy i schematy również są wykonane przejrzysto i jednoznacznie w odbiorze.

Jedyną bardziej istotną usterką językową pracy są liczne powtórzenia. Np. słowo „dynamiczny” pojawia się trzy razy w kilku liniach na s. 5, określenie „rynek walutowy” występuje cztery razy w paru liniach na s. 82, a „zwykle” – na s. 120, „wpływ” użyte jest dziesięć razy na s. 121 i cztery razy w czterech liniach na s. 122, a „wskaźnik” – piętnaście razy na s. 128 czy czternaście razy na s. 132. Ulubione przez Autorkę słowo „udział” pojawia się w rozprawie 244 razy, na niektórych stronach w prawie każdej linii tekstu.

Spśród odnotowanych przeze mnie już drobnych usterek można też wskazać:

- zdarzające się nie do końca zręczne sformułowania (np. „podjęto próbę zbadania znaczenia walut gospodarek wschodzących na rynku walutowym w warunkach wzrostu znaczenia

tych gospodarek” na s. 5; „wysoki poziom złożoności” na s. 9; równoważnik zdania na s. 87; „transakcji na walutach” na s. 110; „siła [...] może mieć [...] znaczenie” na s. 120; „kursu walutowego eurodolara” na s. 122),

- rzadkie „literówki” („Międzynarodowy Fundusz Walutową” na s. 25, „słabej” zamiast „słabiej” na s. 122; „znacznie” zamiast „znaczenie” na s. 135),
- stwierdzenie oczywiste, jakim jest wyjaśnianie, czym jest poziom ufności na s. 106,
- ten sam tytuł punktu 3.3.2. co podrozdziału 3.3.,
- powtórzenie tego samego źródła w pozycjach 62 i 63 w spisie literatury.

8. Uwagi uzupełniające i kwestie dyskusyjne

W oparciu o treść recenzji chciałbym zadać Doktorantce następujące pytania:

- W jakim znaczeniu używa słowa „przekładać się” przy formułowaniu hipotezy głównej rozprawy i w określaniu, że została ona potwierdzona? Czy stwierdzenie, że „jeden wzrost nie przekłada się na drugi” oznacza, że ten drugi jest mniejszy, w ogóle nie wystąpił czy że nie ma między nimi związku?
- Jak wyglądała procedura wyboru konkretnych respondentów – indywidualnych i reprezentujących instytucje finansowe – podczas przeprowadzania ankiety? Na czym polegało wskazane w pracy kierowanie się „posiadaną wiedzą o badanej populacji, w szczególności w zakresie niektórych jej charakterystycznych cech”?
- Jak jest uzasadnienie przeprowadzenia badania ankietowego wyłącznie pośród polskich inwestorów, skoro wnioski formułowane są dla całego światowego rynku walutowego?
- Czy zdaniem Doktorantki, pomiędzy Meksykiem, RPA i Turcją występują różnice w reżimach kursowych mogące mieć wpływ na zróżnicowanie siły reakcji kursów na publikację danych makroekonomicznych?

9. Konkluzja końcowa

Podsumowując, przedstawiona do recenzji dysertacja stanowi w mojej opinii wartościowe studium nad znaczeniem walut gospodarek krajów wschodzących na światowym rynku dewizowym i nad reakcją ich kursów na publikację danych makroekonomicznych. Jej najistotniejszym mankamentem są występujące niedociągnięcia w zakresie formułowania hipotez badawczych i nie dość jasno uzasadnionych zawężeń i uproszczeń, ale nie wpływają one na końcowo jednoznacznie pozytywną ocenę, szczególnie wobec wysokiej wartości merytorycznej formułowanych wniosków.

Rozprawa mgr Jolanty Pasionek pt. „Rynek Forex w warunkach wzrostu znaczenia gospodarek wschodzących” przedstawia oryginalne rozwiązanie problemu naukowego, który ma również znaczenie praktyczne, wykazuje szeroką ogólną wiedzę teoretyczną Doktorantki w dyscyplinie i potwierdza Jej umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej. W konsekwencji uznaję, że spełnia ustawowe wymagania stawiane rozprawom doktorskim, i biorąc to pod uwagę, wnioskuję o jej przyjęcie i dopuszczenie do publicznej obrony.

Dawiec Michał