

Sławomir Antkiewicz

Uniwersytet Gdański, Polska

 <https://orcid.org/0000-0001-5722-9795>,  slawomir.antkiewicz@ug.edu.pl

Recenzja książki pt. *Międzynarodowy rynek walutowy. Wybrane zagadnienia*. Iwona Sobol, Monika Szmelter, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2025, ss. 202.

The Review of the Monograph Entitled *Międzynarodowy rynek walutowy. Wybrane zagadnienia*, Iwona Sobol, Monika Szmelter, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2025, pp. 202.

Słowa kluczowe: system walutowy, ryzyko kursowe, instrumenty pochodne, banki.

Keywords: Currency System, Exchange Rate Risk, Derivatives, Banks.

JEL: F31, G15

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego opublikowało monografię naukową *Międzynarodowy rynek walutowy. Wybrane zagadnienia*, której autorkami są Iwona Sobol i Monika Szmelter, naukowczynie Katedry Biznesu Międzynarodowego Uniwersytetu Gdańskiego.

Współczesny rynek walutowy jest największym i najpłynniejszym rynkiem finansowym na świecie. Zaczął się rozwijać po 1971 r. w efekcie załamania systemu dolarowo-złotego. Upłynnienie kursów walutowych spowodowało powstanie systemu wielodewizowego, natomiast w odpowiedzi na ryzyko walutowe pojawiły się instrumenty pozwalające się przed nim zabezpieczać. W Polsce szczególnie szybki rozwój tego instrumentarium nastąpił po 2000 r., kiedy w pełni upłynniono złotego oraz uchwalono nowoczesne regulacje prawa dewizowego.

Zagadnienia systemów kursowych i ryzyka kursowego, rynku walutowego oraz transakcji na rynku forex doczekały się na polskim rynku wydawniczym jedynie nielicznych opracowań zwartych (wydanych głównie w latach 90. XX w.). Początek XXI w. przyniósł jednak gwałtowny rozwój polskiego rynku walutowego, zaś światowy kryzys finansowy z lat 2008–2009 zaowocował dużymi wahaniami kursów walut oraz wzrostem zapotrzebowania na transakcje na rynku forex. Doprowadziło to do konieczności zaktualizowania dotychczasowej wiedzy w zakresie funkcjonowania współczesnego rynku walutowego, polskiej specyfiki regulacyjnej reżimu kursowego oraz rozwoju instrumentów pochodnych oferowanych przez banki. Autorki podjęły się kompleksowej próby dokonania tej aktualizacji.

Książka zadeptykowana została prof. dr. hab. Edmundowi Pietrzakowi (1946–2007) – współtwórcy regulacji polskiego prawa dewizowego z lat 90., a także propagatorowi wykorzystywania walutowych instrumentów pochodnych. Profesor



Licencje Creative Commons 4.0

uznawany był za twórcę „gdańskiej szkoły rynku walutowego”, której tradycje autorki z powodzeniem kontynuują.

Publikacja, łącząc teorię z aspektami praktycznymi, umożliwia analizę rynku walutowego, systemu kursowego i wykorzystania walutowych instrumentów pochodnych. Pierwszym celem postawionym przez autorki było zbadanie struktury rynku walutowego według poszczególnych kryteriów. Cel drugi stanowiła analiza znaczenia dolara amerykańskiego jako waluty międzynarodowej na tle innych najważniejszych walut świata. Trzecim celem było zbadanie zagadnienia ryzyka walutowego w kontekście funkcjonowania różnych reżimów kursowych. Autorki zastosowały metodę statystyczną, szczegółowo prezentując ilościowy rozwój światowego i polskiego rynku walutowego. Wykorzystały również metodę dokumentacyjną oraz studia przypadków.

Sformułowane cele badawcze są ambitne i – w moim przekonaniu – dzięki rozbudowanym studiom literaturowym i przeprowadzonym analizom empirycznym zostały zrealizowane z powodzeniem. Stosunkowo nieliczne są kompleksowe studia o charakterze teoretyczno-empirycznym i szerokim zakresie podmiotowym badań, obejmującym zarówno globalny rynek walutowy, jak i rynek polski, który wyróżniał się specyfiką gwałtownego rozwoju zapoczątkowanego w latach 90. XX w. Takie cechy posiada monografia Iwony Sobol i Moniki Szmelter. Autorkom udało się w syntetyczny sposób uchwycić złożony obraz współczesnego globalnego rynku walutowego oraz – mimo specyfiki ewolucji – zidentyfikować determinanty rozwoju polskiego rynku forex.

Rozdział pierwszy monografii przedstawia zarys ewolucji międzynarodowego systemu walutowego, poczynwszy od systemu waluty złotej, poprzez system z Bretton Woods, aż po system wielodewizowy. Następnie omówiono funkcjonujące na świecie reżimy kursowe, wskazano, jakie zalety i niedogodności wynikają z poszczególnych z nich oraz jakie dany system kursowy generuje ryzyko walutowe. W części tej przybliżono również determinanty kursów walutowych (m.in. fundamentalne, instytucjonalne i psychologiczne). Rozdział drugi książki zawiera z kolei szczegółową charakterystykę współczesnego rynku walutowego; zaprezentowano cechy, funkcje, wielkość oraz strukturę geograficzną tego rynku, a także warunki, które muszą być spełnione, aby dana waluta mogła uchodzić za międzynarodową.

W trzecim rozdziale autorki omówiły metody zawierania transakcji walutowych. Scharakteryzowały techniki kwotowania kursów walutowych oraz sposoby zawierania standardowych transakcji rynku walutowego – tzw. spot. Czwarty rozdział monografii poświęcony został walutowym instrumentom pochodnym. Zaprezentowano w nim nie tylko definicje i rodzaje poszczególnych transakcji, ale również strukturę obrotów pozagiełdowymi derywatami na tle całego rynku forex, a także na tle kontraktów notowanych na giełdach. Po pierwsze, omówiono transakcje terminowe forward wraz z techniką kalkulacji kursu terminowego oraz przykładem arbitrażu między rynkiem spot i terminowym. Po drugie, analizie poddano nierzeczywiste transakcje terminowe, w tym przyczyny powstania tych skomplikowanych instrumentów. W trzeciej kolejności przedstawiono swapy walutowe oraz walutowo-procentowe. Rozdział ten wieńczy analiza opcji walutowych.

Przedstawiono ich klasyfikację, sposoby kwotowania oraz czynniki wpływające na wysokość premii opcyjnej, a także różne strategie opcyjne.

Ostatni rozdział stanowi analizę uczestników rynku walutowego. Omówiono przede wszystkim najbardziej aktywnych inwestorów – instytucje finansowe. Przedstawiono zarówno rynek globalny, jak i polski, czyli kreowany przez krajowe banki komercyjne, a także oddziały instytucji kredytowych prowadzące działalność w Polsce.

Ogólna ocena monografii

Monografia ma wiele zalet. Po pierwsze, jest to oryginalne ujęcie celu badawczego, interdyscyplinarne podejście do teorii systemów kursowych, czynników wpływających na kursy walutowe oraz przesłanek zakwalifikowania dolara amerykańskiego jako waluty międzynarodowej na tle innych kluczowych walut świata. Po drugie, autorki przeprowadziły dogłębne badanie ryzyka kursowego z perspektywy polskich przedsiębiorstw w ujęciu historycznym (począwszy od okresu transformacji ustrojowej), ukazując rosnące znaczenie tego ryzyka dla spółek działających w skali międzynarodowej. Po trzecie, publikacja jest kompleksową analizą zarówno klasycznych technik przeprowadzania operacji walutowych, które są stosowane od dawna, jak i nowoczesnych (często wykorzystujących platformy transakcyjne) cieszących się dużym zainteresowaniem wśród uczestników rynku ze względu na łatwość dostępu i prostotę uzgadniania warunków wymiany. Po czwarte, monografia stała się najważniejszą pozycją na rynku przedstawiającą wykorzystanie swapów walutowych przez banki centralne, które korzystają z tych operacji w sytuacjach nadzwyczajnych. Po piąte, autorki kompleksowo ukazały rolę banku centralnego na rynku walutowym. Cele przeprowadzania operacji walutowych przez Narodowy Bank Polski są odmienne od tych, którymi kierują się inni uczestnicy rynku, zorientowani przede wszystkim na działania spekulacyjne. Wysoko oceniam studium przypadku badające obecność Narodowego Banku Polskiego na rynku walutowym od momentu transformacji ustrojowej.

Monografia ma wysoką wartość naukową i poznawczą, dzięki czemu może być przydatna zarówno dla środowisk akademickich, jak i dla praktyków – przedstawicieli banków oraz przedsiębiorstw realizujących transakcje handlowe.

Warto jednak odnotować pewne kwestie dyskusyjne. Po pierwsze, formuła takiej publikacji stwarzała możliwość zarysowania ewolucji polskiego prawa dewizowego i ukazania poszczególnych etapów jego liberalizacji. Autorki, wywodząc się z nurtu „gdańskiej szkoły rynku walutowego” i dedykując publikację pamięci prof. Edmunda Pietrzaka, miały doskonałą okazję, aby zaprezentować kolejne etapy liberalizacji dewizowej, którą prof. Pietrzak szczegółowo omówił w swej książce *Wymienialność złotego* (Biblioteka Menadżera i Bankowca, Warszawa 2006). O ile poprzednia ustawa z 18 grudnia 1998 r. – Prawo dewizowe doczekała się licznych opracowań (m.in. dzięki prof. E. Pietrzakowi, który współtworzył ten akt prawny), o tyle obecnie obowiązująca ustawa z 27 lipca 2002 r. nie została dostatecznie wnikliwie przeanalizowana w polskiej literaturze przedmiotu, a wraz z późniejszymi

nowelizacjami stanowi kluczowy etap rozwoju polskiego ustawodawstwa dewizowego. W bibliografii warto było również uwzględnić główne akty prawne z tego zakresu.

Po drugie, autorki analizują wybrane strategie opcyjne przeznaczone dla przedsiębiorstw niefinansowych, które zamierzają za ich pomocą neutralizować negatywne skutki ryzyka walutowego. Jak słusznie zauważają, spektrum strategii opcyjnych jest szerokie, jednak jedynie część z nich może służyć celom zabezpieczającym. Większość ma charakter operacji spekulacyjnych, choć istnieją również takie, które eksporterzy, posiadający określone prognozy co do zmian kursów walut, wykorzystują do jak najefektywniejszego zarządzania ryzykiem kursowym w prowadzonej działalności. Mimo to autorki nie wspomniały o problemie rozliczania tzw. zerokosztowych strategii opcyjnych, które były oferowane polskim przedsiębiorcom w 2008 r., a kilka miesięcy później przyczyniły się do ogromnych strat odnotowanych przez kilkaset przedsiębiorstw. Zagadnienie to zostało przedstawione m.in. w książce Pawła Karkowskiego *Toksyczne opcje. Od zaufania do bankructwa* (GreenCapital, Warszawa 2009). Opracowanie to zasługiwało na uwzględnienie w bibliografii, choć brak ten stanowi jedynie drobne uchybienie.

Podsumowując, stwierdzam, że recenzowana monografia to przedsięwzięcie ambitne, nowatorskie i – w mojej ocenie – udane, o dużej wartości naukowej, metodycznej i aplikacyjnej. Publikacja nie tylko wypełnia istniejącą lukę w teorii i praktyce badań nad rynkiem walutowym oraz formułuje szereg zaleceń dla zarządzających ryzykiem walutowym, ale także otwiera pole do naukowej dyskusji i poszukiwania dalszych kierunków badań w tym obszarze.