

Dr hab. Dariusz Filar  
Emerytowany profesor UG

## RECENZJA

rozprawy doktorskiej mgr Małgorzaty Karaś zatytułowanej

„Macroprudential Policy and Real Estate Bubbles”.

Przedstawiona do zrecenzowania praca poświęcona została – zgodnie z tytułem – relacji między bańkami (bąblami cenowymi; bańkami spekulacyjnymi) na rynku nieruchomości i polityką makroostrożnościową, a dokładniej rozważeniu, w jaki sposób i w jakim stopniu polityka ta może zmniejszać częstotliwość występowania baniek i skalę spowodowanych przez nie strat. Podjęty temat jest ważny i aktualny, bowiem bańki na rynku nieruchomości (a szerzej – bańki cenowe aktywów) stanowią istotny komponent kryzysów finansowych. Zjawiska tego typu wystąpiły z całą wyrazistością w globalnym kryzysie finansowym zapoczątkowanym w latach 2007-2008.

Problematyka baniek na rynku aktywów nie jest zagadnieniem nowym. Warto przypomnieć dyskusję na ten temat, jaka toczyła się w pierwszym dziesięcioleciu XXI w. (wzięli w niej udział - między innymi - Bernanke, Gertler, Greenspan, Reis, Cecchetti), a którą streścił w swoim słynnym referacie Alan S. Blinder (*Monetary Policy Today: Sixteen Questions and About Twelve Answers*, CEPS Working Paper No.129/July 2006). W tekście tym znalazło pytanie 14: *How should the central bank deal with asset-market bubbles?* (s.50-53). Zwolennicy „przekłuwania” baniek uważali, że (1) bank centralny odpowiada za stabilność finansową, a bańki stanowią dla niej zagrożenie; (2) bańki prowadzą do nietrafnej alokacji aktywów, a tym samym szkodzą ogólnej stabilności makroekonomicznej; (3) „przekłucie” bańki jest możliwe bez szkody dla podstawowych celów banku w obszarze inflacji i bezrobocia. Przeciwnicy „przekłuwania” baniek – do tego grona należał sam Blinder – wskazywali, że (1) stabilność finansową można skuteczniej zapewnić „sprzątając” po bańce („mop up after strategy”); (2) bańki są jednoznacznie rozpoznawalne dopiero, gdy w pełni dojrzeją i próba wcześniejszej ich identyfikacji może okazać się błędna; (3) bank centralny nie jest odpowiedzialny za decyzje inwestycyjne sektora prywatnego; (4) narzędzia banku centralnego nie są dostosowane do specyficznego wyzwania stwarzanego przez bańki.

Zasygnalizowana wyżej dyskusja w oczywisty sposób pozostawała skoncentrowana na obszarze polityki pieniężnej (bank centralny wobec baniek na rynku aktywów) i w pewnym stopniu Autorka nawiązuje do tej dyskusji w rozdziale drugim rozprawy. Natomiast głównym zadaniem naukowym, jakie postawiła sobie mgr M. Karaś, jest wyjście poza obszar polityki pieniężnej i spojrzenie na bańki z perspektywy szeroko rozumianej polityki makroostrożnościowej. Stanowi to – lub powinno stanowić – przede wszystkim zawartość trzeciego rozdziału rozprawy. W tym sensie Autorka podjęła próbę wpisania się w bardzo żywy obecnie nurt – zarówno badań teoretycznych, jak i poszukiwania rozwiązań praktycznych – który zmierza do wielowymiarowego, wykraczającego poza mandat banków centralnych, oddziaływania na stabilność systemu finansowego (a w tym na bańki).

Rozprawa zbudowana została z pięciu hipotez badawczych, które ułożone zostały w przemyślanej kolejności, a których weryfikacja przeprowadzona została w następujących po sobie rozdziałach. Hipoteza weryfikowana w rozdziale pierwszym głosi, że poza zbyt luźną polityką monetarną warunek konieczny powstania bańki na rynku nieruchomości stanowi określona kombinacja innych czynników z obszaru polityki gospodarczej. Zarazem sama ta kombinacja nie jest warunkiem wystarczającym. Dwie hipotezy podjęte w rozdziale drugim dotyczą polityki monetarnej. Pierwsza głosi, że luźna polityka monetarna jest warunkiem koniecznym, ale niewystarczającym powstania bańki, a druga – że w zwalczaniu baniek polityka monetarna winna być wspierana przez narzędzia pozamonetarne. W rozdziale trzecim postawiona została hipoteza, która pomyślana została – w świetle tytułu rozprawy – jako jej najistotniejsza część : polityka makroostrożnościowa może być wystarczającym narzędziem zapobiegania bańkom, nawet jeśli polityka pieniężna jest zbyt luźna, a inne uruchomione narzędzia polityki gospodarczej bańkom sprzyjają. Wreszcie w rozdziale czwartym znajdujemy hipotezę mówiącą, że przy pomocy danych dotyczących aktywów międzybankowych, należności i poziomu ryzyka właściwego dla danej instytucji finansowej możliwe jest zmierzenie jej systemowej istotności.

Weryfikacja hipotezy pierwszej („Określona kombinacja elementów polityki gospodarczej – spoza obszaru polityki monetarnej – jest warunkiem koniecznym, ale niewystarczającym dla powstania i wzrostu bańki na rynku nieruchomości”) dokonana została w pierwszym rozdziale przy pomocy dwóch metod badawczych. Z jednej strony jest to przegląd literatury podejmującej ten aspekt kształtowania się baniek, a z drugiej – prezentacja pewnej ilości danych empirycznych odnoszących się do analizowanego zagadnienia. Rozdział zawiera także trzy króciuteńkie odniesienia (Bordo i Wheelock, Taylor, Selgin) do wpływu polityki monetarnej na powstawanie i wzrost baniek, a ową skrótowość uzasadnić można tym, że polityce monetarnej poświęcony jest w całości kolejny rozdział. Zgadząc się generalnie z wywodem Autorki, odnośnie do pierwszego rozdziału można sformułować jednak dwa zastrzeżenia:

- po pierwsze – przegląd literatury i dane empiryczne zgromadzone przez samą Autorkę zostały ze sobą przemieszane. Przedstawione w postaci wykresów dane mają oczywiście stanowić dodatkową ilustrację wyводу, ale równie dobrze można sobie wyobrazić podział rozdziału na studium literaturowe i oddzielną część empiryczną z przykładami baniek na rynku nieruchomości wraz z opartą o materiał empiryczny analizą czynników, które je wywołały;

- po drugie – spojrzenie na całość rozdziału każe się zastanowić, czy hipoteza, której weryfikacja w nim podjęto, nie została sformułowana zbyt mocno - nie przybrała postaci zbyt jednoznacznej i zbyt daleko idącej. W świetle tego, co rozdział rzeczywiście zawiera, recenzent sugerowałby hipotezę zbliżoną, ale ostrożniejszą : „Na powstanie i wzrost baniek na rynku nieruchomości mają wpływ działania z zakresu polityki gospodarczej, które nie są elementami polityki monetarnej”.

Rozdział drugi rozprawy poświęcony został polityce monetarnej w kontekście powstawania i rozwoju baniek na rynku nieruchomości (postawiona hipoteza: „Luźna polityka monetarna jest warunkiem koniecznym, ale niewystarczającym, by napędzić bańkę na rynku nieruchomości (zarówno w ramach unii monetarnej, jak i w krajach o niezależnej polityce monetarnej). Na powstanie i wzrost baniek mają wpływ czynniki spoza polityki monetarnej (omówione w rozdz. pierwszym), więc polityka

ta musi być uzupełniona o odpowiednie pozamonetarne narzędzia polityki gospodarczej, by wystąpieniu i wzrostowi bańki się przeciwstawić”).

Rozdział w przeważającej mierze ma charakter opisu i analizy danych empirycznych. Przyjąwszy za poziom odpowiedni stopy procentowej banku centralnego taki, jaki wynika z reguły Taylora, Autorka traktuje odchylenia w dół od tego poziomu za przejaw polityki luźnej (zbyt luźnej, ekspansywnej czy akomodacyjnej) i stara się wykazać, że następstwem właśnie takiej polityki były bańki na rynku nieruchomości. W przekonaniu recenzenta przyjęcie stopy procentowej wynikającej z reguły Taylora jako swoistego benchmarku można uznać za uzasadnione. Nie budzą także wątpliwości wskazane zbieżności w czasie, jakie wystąpiły w USA i Hiszpanii pomiędzy okresami zbyt niskiej (w świetle reguły Taylora) stopy procentowej a okresami ekspansji kredytu hipotecznego, zwiększonej liczby rozpoczynanych budów domów czy wzrostem cen nieruchomości. Czy daje to jednak podstawę do sformułowania hipotezy badawczej w sposób tak jednoznaczny i dobitny, jak dokonała tego Autorka? Sama wszak dwukrotnie przyznaje (odpowiednio s.76 i s.81 rozprawy), że „wpływ niskiej stopy procentowej na powstanie baniek spekulacyjnych nie jest oczywisty” oraz że „trudno ocenić istnienie i siłę relacji między odchyleniem od reguły Taylora i rozmiarami bańki”. Te dwie uwagi oraz kontekst, w jakim zostały sformułowane, zdają się przede wszystkim odnosić do tej części hipotezy, która mówi, że „luźna polityka monetarna jest warunkiem niewystarczającym, by napędzić bańkę”, ale recenzenta skłaniają – podobnie jak w przypadku rozdziału pierwszego – by i tutaj sugerować ostrożniejsze ujęcie hipotezy. Na przykład: „Luźna polityka monetarna – a zwłaszcza utrzymywanie przez dłuższy okres ujemnej realnej stopy procentowej – wywołuje ekspansję kredytową sprzyjającą powstaniu i wzrostowi baniek na rynku nieruchomości. Pozamonetarne narzędzia polityki gospodarczej mogą intensyfikować ten proces, więc wymagają stosownego ograniczenia czy nawet zwrócenia w przeciwnym kierunku”. Pozytywna weryfikacja tak sformułowanej hipotezy wydaje się bardziej przekonująca niż w odniesieniu do jej sformułowania pierwotnego.

Wskazawszy w końcowej części rozdziału przyczyny, dla których samo zacieśnienie polityki monetarnej nie daje gwarancji efektywnego zapanowania nad bańkami (podrozdział 2.3), Autorka płynnie przechodzi do rozdziału trzeciego, który – jak już wspomniane było wyżej – powinien stanowić najistotniejszą część rozprawy.

Z perspektywy postawionej hipotezy istotę rozdziału trzeciego powinny stanowić rozważania nad rolą polityki makroostrożnościowej w zapobieganiu bańkom na rynku nieruchomości (hipoteza badawcza: „Nawet w przypadku luźnej polityki monetarnej i sprzyjającym bańkom działaniom w sferze polityki pozamonetarnej – polityka makroostrożnościowa może wystarczyć, by zapobiec bańkom na rynku nieruchomości”). Postawiona hipoteza przypisuje zatem ogromną rolę polityce makroostrożnościowej, bo nawet wtedy, gdy polityka monetarna i uruchomione narzędzia polityki pozamonetarnej prowadziłyby ku powstaniu i wzrostowi bańki, polityka makroostrożnościowa miałaby posiadać zdolność do powstrzymania tego procesu.

Sposób, w jaki napisany został rozdział trzeci, niezupełnie przystaje do zarysowanego wyżej punktu wyjścia. Autorka rozpoczyna wywód od zaprezentowania – opartej na źródłach literaturowych – definicji polityki makroostrożnościowej i jej roli w odniesieniu do ryzyka systemowego. Znajdujemy następnie w rozdziale omówienie istoty samego ryzyka systemowego, wyjaśnienie, dlaczego odpowiedzią na to ryzyko nie może być polityka mikroostrożnościowa, przegląd zestawów narzędzi makroostrożnościowych (*macroprudential toolkits*) w takiej postaci, w

jakiej opracowane zostały przez Bank Anglii, IMF, Bank Rozliczeń Międzynarodowych (Komitet Globalnego Systemu Finansowego –CGFS) oraz jako przytoczenie z artykułu, który Claessens, Ghosh i Mihet opublikowali na łamach *Journal of International Money and Finance*. Wreszcie końcowa część rozdziału poświęcona została bardziej szczegółowemu omówieniu tych narzędzi polityki makroostrożnościowej, które oddziałują na bilanse instytucji finansowych.

Napisany w ten sposób rozdział kwestii baniek na rynku nieruchomości dotyka właściwie jedynie marginalnie: sektorowe bufory kapitałowe oraz warunki udzielania kredytu określone jako LTV/LTI są w gruncie rzeczy jedynymi narzędziami, które w sposób najbardziej bezpośredni odnoszą się do rynku nieruchomości. Chciałbym być dobrze zrozumiany – Autorka miała prawo dokonać przeglądu narzędzi polityki makroostrożnościowej pod kątem ich przydatności w przeciwdziałaniu bańkom. Ale w takim przypadku – przy bardzo dobitnie sformułowanej hipotezie wyjściowej – w konkluzji rozdziału należało równie dobitnie stwierdzić, że została ona zweryfikowana negatywnie. Nie ma obecnie ani badań teoretycznych, ani materiałów empirycznych, które wskazywałyby na narzędzia polityki makroostrożnościowej jako w pełni skuteczny mechanizm przeciwdziałania bańkom. Zamiast tego Autorka dosyć ogólnie wspomina o potencjalnym współdziałaniu instrumentów makroostrożnościowych z polityką monetarną (i – jak można przypuszczać w świetle poprzednich rozdziałów – z instrumentami polityki pozamonetarnej), by przeciwdziałać bańkom. Jednakże takie podejście – w świetle tytułu całej rozprawy i hipotezy postawionej w rozdziale trzecim – pozostawia zdecydowany niedosyt.

Ostatni, czwarty rozdział pracy, do zagadnienia baniek na rynku nieruchomości nawiązuje jedynie pośrednio (znamienne, że w treści rozdziału pojęcie „bańka na rynku nieruchomości” w ogóle się nie pojawia). Autorka poświęciła rozdział zaprezentowaniu zbudowanego przez Nią modelu – w oparciu o aplikację Risk Counter – którego zadaniem jest wyznaczanie instytucji o znaczeniu systemowym w rozumieniu dyrektywy CRD IV Unii Europejskiej. Od instytucji istotnych systemowo wymaga się w myśl tej dyrektywy specyficznych dla nich buforów kapitałowych, a ich ustalanie należy do prerogatyw nadzoru finansowego. Proponowany przez Autorkę model został następnie wykorzystany do analizy polskiego systemu finansowego (osiemnaście poddanych analizie banków, których aktywa na koniec 2015 roku przekraczały 15 mld PLN). Można przyjąć, iż podmioty systemowo ważne mają na ogół znaczący udział w generowaniu kredytów wpływających na sytuację na rynku nieruchomości, więc w tym sensie rozdział może być powiązany z głównym wywodem rozprawy. Podkreślę jednak jeszcze raz, że związek ten można traktować jedynie jako pośredni.

Mimo zgłoszonych wyżej uwag krytycznych – dotyczących głównie sposobu formułowania hipotez w poszczególnych rozdziałach i następnie wyrażania opinii o ich weryfikacji, a także pewnego tematycznego odstawiania rozdziału czwartego od głównego wywodu – uważam, że rozprawa mgr Małgorzty Karaś w interesujący sposób sygnalizuje związki między bańkami na rynku nieruchomości a niemonetarnymi instrumentami polityki gospodarczej oddziałującymi na ten rynek, polityką monetarną, ryzykiem systemowym i polityką makroostrożnościową, a także rolę, jaką w tym ostatnim zakresie powinien odgrywać nadzór finansowy. Takie całościowe spojrzenie na omawiane zagadnienie można policzyć na korzyść Autorki.

Można również stwierdzić, że główne myśli rozprawy w sposób znacznie bardziej wyważony niż w poszczególnych rozdziałach ujęte zostały w jej Zakończeniu (*Conclusions*) na s.167-170. W

jakimś sensie szkoda, że widoczna w tym fragmencie ostrożność w formułowaniu sądów i powściągliwość języka nie stały się cechą całej rozprawy.

Podsumowując wszystkie wątki zawarte w niniejszej recenzji skłonny jestem uznać, że rozprawa mgr Małgorzty Karaś spełnia wymogi, jakie stawiane są rozprawom doktorskim. W związku z powyższym kieruję do Kolegium Gospodarki Światowej Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie wniosek o dopuszczenie do publicznej obrony tej rozprawy.

*(-) Dariusz Filar*