

Prof. dr hab. Tadeusz Kowalski
Katedra Konkurencyjności Międzynarodowej
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Recenzja rozprawy doktorskiej
magister Małgorzaty Karaś pt.

„Macroprudential policy and real estate bubbles”

**Kolegium Gospodarki Światowej
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, 2017**

Promotor pracy: Prof. dr hab. Leszek Balcerowicz

Recenzowana rozprawa doktorska jest opracowaniem (215 stron maszynopisu) napisanym w języku angielskim. Praca zawiera streszczenie w j. angielskim i polskim i składa się z Wprowadzenia, czterech rozdziałów, Zakończenia oraz dwóch Aneksów. Integralną częścią opracowania jest bibliografia zawierająca w większości obcojęzyczne źródła. Na końcu pracy umieszczono zestawienie tablic i rysunków.

Rozprawa doktorska magister Małgorzaty Karaś poświęcona jest aktualnemu, istotnemu i wielowątkowemu zagadnieniu, jakim są **uwarunkowania** powstawania baniek spekulacyjnych na nowoczesnych rynkach nieruchomości oraz **przeciwdziałania** im za pomocą środków zapobiegawczych z zakresu polityki pieniężnej, fiskalnej i regulacyjnej. Wybór tematu rozprawy należy uznać za zasadny, zarówno w kategoriach poznawczych i normatywnych, jak również ze względu na fakt, że tematyka ta, choć szeroko podejmowana w literaturze światowej, nie znalazła do tej pory **wśród polskich autorów** i w odniesieniu do polskiego kontekstu właściwego odzwierciedlenia. Z tego chociażby względu zasługuje na pogłębioną refleksję naukową.

Przedmiot rozważań przyjęty w pracy Małgorzaty Karaś ma także znaczenie dla polskiej polityki strukturalnej i makroostrożnościowej. To potencjalne znaczenie wy-

nika z zobowiązań członkowskich Polski odnośnie do starań o członkostwo w Unii Gospodarczo-walutowej, a więc analizy implikacji sytuacji braku niezależnej polityki monetarnej. Dodatkowym ważnym elementem jest przełączenie gospodarki ze środowiska względnie wyższych nominalnych i realnych stóp procentowych do warunków systemowo niższych stóp. Biorąc więc pod uwagę zarówno kwestie poznawcze, jak i ich potencjalny wymiar aplikacyjny recenzowana **praca stanowi oryginalną próbę rozwiązania ważkiego problemu naukowego.**

Doktorantka uzasadnia znaczenie podjętej w rozprawie problematyki wskazując na kwestie otwarte w odniesieniu zarówno do tła teoretycznego jak i uwarunkowań potencjalnej sprawności polityki ostrożnościowej. W szczególności Doktorantka koncentruje swe badania na:

- źródłach ryzyka systemowego w sektorze finansowym,
- wyprzedzających miernikach zagrożenia stabilności sektora finansowego,
- wrażliwości tego sektora na zmiany polityki monetarnej,
- potencjalnej skuteczności klasycznych i nowych regulacji ostrożnościowych i ich bilansie korzyści i ograniczeń.

Jej zainteresowania obejmują również specyfikację makroekonomicznych modeli uwzględniających wymogi stabilności sektora finansowego.

Autorka za **główny cel** swej rozprawy przyjęła „rozwiązanie problemu badawczego definiowanego jako zmniejszenie częstotliwości występowania i dotkliwości baniek na rynku nieruchomości za pomocą polityki makroostrożnościowej”. Tak określone celowi odpowiada pięć hipotez, które są przedmiotem weryfikacji. Są to następujące hipotezy:

- „(1) *pewna kombinacja* czynników wchodzących w skład polityki gospodarczej (poza polityką monetarną) jest warunkiem koniecznym, ale nie wystarczającym do powstania bańki na rynku nieruchomości”;
- „(2a) luźna polityka monetarna jest koniecznym, ale niewystarczającym czynnikiem powstawania baniek na rynku nieruchomości niezależnie od jej reżimu”;
- „(2b) *narzędzia pozamonetarne* powinny wspierać politykę monetarną w zwalczaniu baniek na rynkach aktywów”;

- (3) „polityka makroostrożnościowa może być wystarczającym narzędziem zapobiegania bankom na rynkach aktywów, nawet w obliczu luźnej polityki monetarnej i sprzyjającej bankom innym elementom polityki gospodarczej”;
- „(4) systemowa istotność instytucji finansowej może zostać zmierzona ilościowo przy użyciu danych dotyczących międzybankowych aktywów, należności i poziomu ryzyka właściwego dla danej instytucji”.

Doktorantka, podobnie jak wielu doktorantów przyjęła bardzo ogólne sformułowania hipotez (np. *pewna kombinacja, narzędzia pozamonetarne powinny wspierać; polityka [...] może być wystarczającym narzędziem zapobiegania...*). Ich weryfikacja nie wymaga zastosowania rozwiniętej metodologii ani trudnych badań empirycznych. Poza uwagami dotyczącymi stopnia złożoności sformułowań można też sądzić, że zakres hipotezy trzeciej, przy doprecyzowaniu cech odnoszących się do polityki makroostrożnościowej w dużym stopniu wyczerpuje obszary i możliwości do których odnoszą się pozostałe hipotezy. W takim ujęciu mogłyby one pełnić rolę hipotez niższego rzędu.

Oceniając zadanie badawcze ujęte w ramy doktoratu trzeba zaznaczyć, że dodatkowym celem pracy jest opracowanie i weryfikacja empiryczna metody pomiaru systemowej istotności instytucji finansowych działających na polskim rynku finansowym. Pomiar taki ma ważne znaczenie praktyczne - pozwala na wyznaczenie *bufora instytucji o znaczeniu systemowym* – co jest istotnym składnikiem współczesnego instrumentarium makroostrożnościowego.

Realizacja celów pracy wymagała podjęcia rozległych studiów literaturowych. Przedmiotowy zakres pracy obejmuje ekonomię, finanse i bankowość, prawo, najnowszą historię myśli ekonomicznej oraz metody ilościowe i informatykę. Integracja obszernej literatury przedmiotu była możliwa dzięki zastosowaniu metody analizy porównawczej. W pracy wykorzystano także analizę przypadków jako narzędzie ekonomicznej analizy prawa.

Układ pracy został podporządkowany celowi głównemu. W efekcie pracę można podzielić na dwie części: pierwszą, o charakterze teoretyczno-wprowadzającym, którą stanowią pierwsze trzy rozdziały oraz część drugą (rozdział czwarty i Aneksy) obejmującą zasadnicze dla celu pracy aplikacyjne rozważania empiryczne na tle ustaleń części teoretycznej.

Rozdział pierwszy – *'Real estate bubbles' (Bańki na rynku nieruchomości)* – ma charakter wprowadzający i zapisany jest na 29 stronach. Został podzielony na trzy podrozdziały oraz zakończenie. Pierwszy poświęcono definicjom kluczowych pojęć, które dotyczą obszaru pracy i są następnie wykorzystywane w kolejnych częściach pracy. Autorka na podstawie kwerendy literatury przedmiotu relacjonuje typowe ujęcia kryzysów finansowych, definicje stabilności finansowej, ryzyka systemowego i baniek spekulacyjnych. Ta część w znacznej części odwołuje się do terminologii przyjętej w opracowaniu Claessensa i Kose'a z 2013. Brakuje nieco dyskusji i prezentacji innych ujęć. Treści te stanowią tło dla drugiego, krótkiego podrozdziału - *'Three examples of real estate bubbles' (Trzy przykłady baniek na rynkach nieruchomości)*. Doktorantka relacjonuje w nim, za wybraną literaturą bańki powstałe w pierwszej dekadzie XXI wieku na rynkach nieruchomości w USA, Wielkiej Brytanii i w Hiszpanii. Trzeci podrozdział *'Causes of real estate bubbles' (Przyczyny baniek spekulacyjnych na rynku nieruchomości)* zawiera przegląd i omówienie światowej literatury przedmiotu dotyczącej powstawania i propagacji baniek spekulacyjnych. Autorka koncentrując uwagę na wymienionych wyżej trzech krajach pokazuje związki między opisywanymi modelami a studiami empirycznymi dla tych gospodarek. Rozdział pierwszy zamyka podsumowanie. Zawiera autorskie zestawienie czynników powodujących powstawanie boomu na rynkach aktywów i kredytów hipotecznych.

Rozdział drugi – *Monetary policy and the real estate bubbles – reason, cure or neither (Polityka monetarna a bańki na rynku nieruchomości – przyczyna, lekarstwo, czy brak związku)* ma 42 strony. Pierwszy podrozdział poświęcono omówieniu i zdefiniowaniu luźnej polityki monetarnej. Tłem do rozważań i punktem odniesienia jest reguła Taylora. W ramach tego podrozdziału Autorka opisuje dwa przypadki. Pierwszy to USA – gospodarka z niezależną polityką monetarną. Drugi to Hiszpania - członek Unii-gospodarczo walutowej. Analiza obu przypadków prowadzona jest w podobny sposób: analizie literatury przedmiotu pod kątem teoretycznych uogólnień towarzyszy przegląd studiów empirycznych relacji między zmianami i charakterem polityki monetarnej a przebiegiem zmian na rynku nieruchomości. W szczególności odwołując się do literatury przedmiotu Autorka odnosi się do kwestii wyboru strategii *clean v. lean* w obliczu zagrożenia wystąpieniem bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości.

Rozdział trzeci (ss. 32) – *Macroprudential policy objectives and tools (Polityka makroostrożnościowa, jej cele i narzędzia)* podobnie jak rozdział drugi ma charakter studium literaturowego z wyraźnymi odniesieniami do praktyki wybranych krajów. Podzielono go na dwa podrozdziały i podsumowanie. Pierwszy podrozdział dotyczy celów polityki makroostrożnościowej. Drugi zawiera przegląd współczesnych instrumentów tejże polityki zastosowanych w reakcji na zakłócenia stabilności rynku nieruchomości i jego wpływu na system finansowy.

Czwarty rozdział (ss. 25) – *Measuring systemic risk and application of macroprudential instruments (Pomiar ryzyka systemowego i zastosowanie instrumentów makroostrożnościowych)* zawiera autorską próbę pomiaru istotności systemowej. W pierwszym podrozdziale opisano przyjęte w dyrektywie CRD IV rozwiązania i klasyfikacje buforów kapitałowych, których zadaniem jest zwiększenie stabilności i bezpieczeństwa systemu finansowego. W następnym podrozdziale dokonano przeglądu literatury powstałej w reakcji na globalny kryzys finansowy dotyczącej teorii i empirii pomiaru istotności systemowej.

Najważniejszą częścią rozdziału jest zaproponowanie koncepcji pomiaru istotności systemowej i ryzyka systemowego dla polskiego systemu bankowego. Podstawą do obliczeń są dane o aktywach, należnościach międzybankowych i szacunku ryzyka dla poszczególnych instytucji bankowych. Doktorantka proponuje własną metodę wyliczania ryzyka systemowego, stopnia i intensywności wielostronnych powiązań w polskim systemie bankowym i na tej podstawie określania istotności systemowej poszczególnych instytucji. Zaproponowane narzędzia analityczne mają wartość normatywną i mogą zainspirować innych specjalistów do dalszych prac nad tymi zagadnieniami.

Pracę zamyka Zakończenie zawierające rekapitalizację wniosków przewijających się w analizie literatury przedmiotu w rozdziałach I, II oraz III a także tych wyprawionych w rozdziale IV. Autorka w Zakończeniu przedstawia także potencjalne kierunki kontynuacji badań.

Zarówno ogólny zamysł, jak i poszczególne zadania cząstkowe rozprawy doktorskiej zostały sformułowane właściwie. Jej konstrukcja, podział na rozdziały i ich **wewnętrzna struktura** odpowiadają sformułowanemu celowi pracy. Hipotezy

sformułowane we wstępie pracy znajdują stosowne odzwierciedlenie w kolejnych rozdziałach pracy.

Ustosunkowując się do przeprowadzonej przez Autorkę analizy z punktu widzenia reguł warsztatowych i zasadności doboru metod badawczych i ich zastosowania, a także z punktu widzenia spójności wyводу stwierdzam, że **recenzowana praca spełnia warunki stawiane rozprawom doktorskim.**

Walorem recenzowanej pracy jest szerokie wykorzystanie i umiejętne odwoływanie się do obszernej anglojęzycznej literatury przedmiotu. Autorka dała temu wyraz w części teoretycznej. Ważnym walorem jest także to, że praca choć wyraźnie osadzona w nurcie ekonomii, de facto dotyczy także kwestii rozwiązań regulacyjnych w zakresie systemu finansowego, w tym roli banków centralnych, kultury i praktyki publicznego, systemowego nadzoru nad instytucjami finansowanymi. W tym kontekście Autorka silniej powinna jednak akcentować swój oryginalny wkład.

Lektura rozprawy daje podstawy do stwierdzenia, że Autorka wykazała ogólną wiedzę teoretyczną w zakresie dyscypliny naukowej, jaką jest ekonomia.

Na ogólnie wysoką ocenę zasługuje strona redakcyjna pracy. Praca napisana jest dobrym, komunikatywnym językiem. W wielu miejscach wykresy i tabele są sygnalizowane przed ich zamieszczeniem tylko poprzez zwrot 'poniższy wykres' ('poniższa tabela') bez przywoływania za pomocą ich odpowiednich numerów porządkowych. Pewnie z tego powodu nie ma tekście pracy interpretacji (odwołań do) tabel i wykresów. Ten oszczędny styl może wynikać z ograniczeń jakie narzucają czasopiśma - doktoraty jednak są być może ostatnią okazją by wykazać się także takimi, zanikającymi już umiejętnościami.

Praca zyskałaby, gdyby Autorka częściej operowała odnośnikami (*cross-references*) do własnej dysertacji. Mała liczba szczegółowych *cross-references* sprawia, że można mieć wrażenie braku płynnych przejść między poszczególnymi częściami (punktami pracy) oraz niedostatecznego wykorzystania okazji do pokazania wzajemnego przenikania się i uzupełnienia omawianych koncepcji teoretycznych.

Niedosyt budzi także brak pogłębionej, własnej próby porównania i syntezy koncepcji teoretycznych, które wyłoniły się pod wpływem globalnego kryzysu finansowego. Mam na myśli potrzebę odnotowania *behavioural finance* opartych na kon-

cepcji *bounded rationality* jako próby reinterpretacji ekonomii głównego nurtu, czy też przewartościowania w obrębie teorii i praktyki *corporate governance*. Autorka omawiając różne modele powstałe pod wpływem wydarzeń z pierwszych lat XXI wieku oszczędnie operuje własnymi tabelarycznymi zestawieniami cech omawianych modeli (w pracy są dwie takie tabele (na s. 20 i s. 91). Zestawienie własnych tablic czy schematów (podporządkowanych celowi głównemu i hipotezom) zawierających np. główne założenia, charakterystyki metodologiczne, zakres badawczy czy np. okres objęty badaniami empirycznymi) pozwoliłoby lepiej dostrzec i ewolucję i wzajemne przenikanie się tych koncepcji. Takie ujęcia byłyby interesujące i pokazywałyby zdolności do syntezy dorobku nauk ekonomicznych, bankowości i finansów.

W pracy można było nieco więcej miejsca poświęcić dyskusji i prezentacji innych ujęć (np. w podrozdziale pierwszym Autorka przywołuje tylko siedem pozycji). Mam na myśli próbę uporządkowania różnych nurtów najnowszej literatury. Taka próba daje zwykle doktorantom okazję do pokazania z jednej strony swoich lektur, z drugiej zaś stwarza okazję do wykazania się biegłością metodologiczną i analityczną. Na przykład ciekawym źródłem inspiracji mogłaby być lektura opracowania pod redakcją R. Litana (2011), *The world in crisis: insights from six shadow financial regulatory committees from around the world*. Wharton Financial Institution Center, University of Pennsylvania, Philadelphia, czy też *Understanding Financial Interconnectedness*, IMF 2010.

W końcowym rozdziale Doktorantka wspomina podejście J. Tinbergena. Przyjęta przez Autorkę konwercja analizy i rozważań w kontekście celów i instrumentów mogłaby być nieco bardziej pogłębiona, także poprzez pokazanie skutków poszerzenia analizy o warunki niepewności (rozwińcie W. Brainarda).

Odnosząc się do mechanizmu powstawania baniek spekulacyjnych na rynkach aktywów finansowych i ich powiązań z rynkiem nieruchomości, szczególnie w USA silniej akcentowałbym zbyt długo utrzymywaną luźną politykę monetarną FEDu w połączeniu z poważną skalą reinwestowanych na amerykańskim rynku finansowym chińskich rezerw dolarowych. Istnieją szacunki, że pod wpływem tych powracających środków stopy procentowe na rynku międzybankowym w USA kształtowały się o ok. 1.0-1.5 punktu procentowego niżej niż, gdyby nie było tego napływu. To zjawisko z

jednej strony pobudzało efektywny popyt na kredyty, z drugiej zwiększało apetyt na ryzyko ze strony instytucji finansowych działających w środowisku nadpłynności.

Analizując przypadek Hiszpanii należy pamiętać o zbiorze specyficznych czynników, które wystąpiły w tym kraju. Do strukturalnych zaliczyłbym szybki rozwój zdolności produkcyjnych sektora budowlanego pod wpływem skokowego wzrostu efektywnego popytu na roboty budowlane po przystąpieniu tego kraju do UE w 1986 i objęcie go największym w historii Unii programem funduszy strukturalnych. Innym strukturalnym czynnikiem był wysoki potencjalny popyt na mieszkania wynikający z jednej strony ze zmian obyczajowo-kulturowych, z drugiej zaś z przygotowań do wejścia do UGW i swoistego przełączenia środowiska stóp procentowych. W tym kontekście zachęcam Doktorantkę do kontynuacji badań porównawczych np. Hiszpanii i Portugalii, także ze względu na wpływ zagranicznych inwestorów z północnych krajów Europy.

Zaprezentowane w niniejszej recenzji uwagi nie podważają akcentowanej wcześniej mojej pozytywnej opinii o pracy, która z punktu widzenia wszystkich podstawowych elementów warsztatu naukowego spełnia wymogi stawiane rozprawom doktorskim.

Na podstawie recenzowanej rozprawy uważam, że **Kandydatka posiada umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej i dlatego wnosię o przyjęcie rozprawy i dopuszczenie magister Małgorzatę Karaś do publicznej obrony.**

Teobaldo Karol

Poznań, 15 kwietnia 2017 roku.