

Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Anny Izabeli Topczewskiej pt. „Determinanty poziomu oraz zmienności stóp procentowych na polskim, czeskim oraz węgierskim rynku międzybankowym”

1. Przedmiot rozważań rozprawy

Anna Topczewska określiła dwa cele swojej rozprawy doktorskiej. Pierwszy ma charakter badawczo–poznawczy i polega na określeniu, co determinuje poziom oraz zmienność stóp procentowych na rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych w trzech wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej, tj. w Polsce, Czechach i na Węgrzech. Cel drugi ma charakter praktyczny i sprowadza się do określenia, czy i ewentualnie w jaki sposób banki centralne tych krajów mogą oddziaływać na kształtowanie się rozpatrywanych stóp procentowych w charakterystycznych dla trzech badanych krajów warunkach nadpłynności ich sektorów bankowych.

Cele te niewątpliwie można uznać za istotne zarówno z naukowego punktu widzenia jak i dla praktyki gospodarczej z co najmniej kilku powodów. Większość z nich wymienia zresztą w swojej rozprawie sama doktorantka.

Rynek lokat międzybankowych ma duży wpływ na pozostałe segmenty rynku pieniężnego. Ponadto sprawnie funkcjonujący rynek międzybankowy stanowi warunek skutecznego prowadzenia przez bank centralny polityki pieniężnej.

Rynek lokat międzybankowych podlegał w ostatnich dekadach istotnej ewolucji. Było to wynikiem zarówno procesów liberalizacji i globalizacji rynków finansowych, jak i zmian w sposobie prowadzenia polityki pieniężnej przez liczne banki centralne.

Stopy procentowe wyznaczone na rynku międzybankowym są cennym źródłem informacji dla wszystkich uczestników rynków finansowych. Odzwierciedlają one sytuację płynnościową w sektorze bankowym oraz są stopami referencyjnymi dla wyceny różnych instrumentów finansowych.

Istnieje dość bogata literatura poświęcona czynnikom określającym poziom i zmienność stóp procentowych na rynku międzybankowym. Niemniej jednak literatura ta dotyczy głównie gospodarek wysoko rozwiniętych, charakteryzujących się strukturalnym niedoborem płynności w sektorze bankowym. Nieliczne są natomiast takie badania dotyczące gospodarek, takich jak między innymi kraje Europy Środkowo-Wschodniej, charakteryzujących się strukturalną nadpłynnością sektora bankowego. Tymczasem ta odmienna sytuacja płynnościowa implikuje różnice w determinantach poziomu i zmienności stóp procentowych na rynku międzybankowym oraz w zdolności banków centralnych do kształtowania tych stóp.

2. Struktura treści rozprawy i jej ocena

Recenzowana rozprawa składa się ze Wstępu, pięciu rozdziałów merytorycznych oraz Podsumowania i wniosków. Spośród pięciu rozdziałów cztery pierwsze mają charakter teoretyczno-empiryczny, a piąty jest już rozdziałem czysto empirycznym.

We Wstępie, między innymi, sformułowana została główna teza badawcza (która będzie omawiana w następnym punkcie niniejszej recenzji). W rozdziale 1 przedstawiono międzybankowy rynek pieniężny, ze szczególnym uwzględnieniem rynku krótkoterminowych lokat niezabezpieczonych, w trzech rozpatrywanych krajach, czyli w Polsce, Czechach i na Węgrzech. Rozdział 2 poświęcony jest różnym aspektom polityki pieniężnej zarówno w ujęciu ogólnym, jak i w odniesieniu do trzech badanych krajów. Rozdział 3 zawiera charakterystykę warunków płynnościowych w sektorach bankowych rozpatrywanych krajów oraz standardowych instrumentów polityki pieniężnej stosowanych przez banki centralne tych krajów. W rozdziale 4 pokazano zmiany w sposobie prowadzenia polityki pieniężnej banków centralnych Polski, Czech i Węgier w odpowiedzi na globalny kryzys finansowy i kryzys w strefie euro. Rozdział 5 zawiera własne badanie ekonometryczne doktorantki czynników wpływających na poziom i zmienność stóp procentowych na rynkach niezabezpieczonych depozytów bankowych trzech rozpatrywanych krajów. W Podsumowaniu przedstawione zostały najważniejsze wnioski, ze szczególnym nawiązaniem do głównej tezy badawczej sformułowanej we Wstępie.

Taką strukturę rozprawy można uznać za właściwą z punktu widzenia jej tematyki. Nasuwa ona jedynie drobne zastrzeżenia.

Nie wydaje mi się szczęśliwym rozwiązaniem, aby przegląd literatury przedmiotu znajdował się we Wstępie (s. 6-11) oraz, incydentalnie, w rozdziale 5 przy okazji specyfikacji modelu ekonometrycznego. Lepiej byłoby gdyby literatura przedmiotu, a w szczególności wyniki publikowanych badań empirycznych zostały umieszczone w odrębnym rozdziale, czy przynajmniej podrozdziale.

Bardzo dobrym pomysłem jest zamieszczanie na końcu każdego rozdziału jego podsumowania, zwłaszcza że podsumowania te z reguły są bardzo trafne. Lepiej byłoby jednak wyodrębnić je w dodatkowe podrozdziały.

Niezbyt trafny wydaje mi się tytuł rozdziału 4. Termin „niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej” raczej przyjęło się stosować do nowej generacji instrumentów stosowanych przez niektóre banki centralne krajów wysoko rozwiniętych i obejmujących przede wszystkim tzw. operacje bilansowe (luzowanie ilościowe i luzowanie jakościowe) oraz ujemne stopy procentowe banków centralnych. Tak więc bardziej adekwatnym tytułem tego rozdziału byłoby sformułowanie ze Wstępu (s. 15): „Zmiany w sposobie prowadzenia polityki pieniężnej NBP, CNB i MNB w odpowiedzi na zaburzenia na rynkach finansowych spowodowane globalnym kryzysem finansowym”.

3. Uwagi do tezy badawczej rozprawy

We Wstępie doktorantka sformułowała następującą tezę badawczą: „W warunkach strukturalnej nadwyżki płynności sektora bankowego wpływ banków centralnych na kształtowanie się stóp procentowych na rynku międzybankowym jest ograniczony przez autonomiczne decyzje banków komercyjnych w zakresie zarządzania własną pozycją płynnościową” (s.12). Następnie doktorantka stwierdziła, że dla udowodnienia tej tezy weryfikacji poddanych zostanie sześć hipotez badawczych (s.13).

Ta ostatnia kwestia nasuwa jednak pewne wątpliwości. Hipotezy te, analogicznie zresztą jak analiza ekonometryczna przeprowadzona w rozdziale 5, pozostają niewątpliwie w ścisłym związku z celami recenzowanej rozprawy doktorskiej, ale w o wiele mniejszym stopniu z tezą badawczą. Praktycznie takiego związku można doszukać się tylko w przypadku hipotezy 3 (dotyczącej wpływu zwiększania się nadwyżki środków w sektorze bankowym na poziom i zmienność krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym) oraz hipotezy 4 (dotyczącej wpływu instrumentów polityki pieniężnej stosowanych przez bank centralny na kształtowanie się tych stóp procentowych).

Niemniej jednak zgodziłbym się z konkluzją doktorantki (s. 184), że postawiona we Wstępie teza badawcza została w rozprawie udowodniona.. Moim zdaniem, doktorantka dokonała tego nie tyle dzięki analizie ekonometrycznej z rozdziału 5 i weryfikacji hipotez badawczych, ale przede wszystkim w teoretyczno-empirycznym rozdziale 3.

Najpierw w podrozdziale 3.1. mgr Topaczewska wykazała, na podstawie danych z lat 2008-2017, że we wszystkich trzech rozpatrywanych krajach utrzymywała się nadpłynność sektora bankowego. Skala tej nadpłynności była nieco odmienna w poszczególnych krajach i wszędzie podlegała znacznym fluktuacjom, ale jej strukturalny charakter nie ulega wątpliwości.

Następnie doktorantka przekonująca uzasadniła dlaczego bankom centralnym łatwiej jest wpływać na kształtowanie się stóp procentowych na rynku międzybankowym w warunkach strukturalnego niedoboru płynności w sektorze bankowym niż w warunkach strukturalnej nadpłynności tego sektora. W tym pierwszym przypadku banki komercyjne muszą uczestniczyć w zasilających operacjach otwartego rynku banku centralnego, aby uzupełnić braki płynności i zapewnić ciągłość rozliczeń na rynku pieniężnym. W tym drugim przypadku, banki komercyjne, charakteryzujące się strukturalnymi nadwyżkami płynności, mogą ale nie muszą uczestniczyć w absorbujących operacjach otwartego rynku banku centralnego. Skala ich uczestnictwa w tych operacjach uzależniona jest od ich preferencji dotyczących sposobu zarządzania płynnością, na co wpływ ma szereg czynników pozostających poza bezpośrednią kontrolą banków centralnych. W tych okolicznościach możliwość zbilansowania warunków płynnościowych przez bank centralny na poziomie umożliwiającym realizację celu finalnego polityki pieniężnej jest znacznie utrudniona. (s. 89 i 185).

Wreszcie w podrozdziale 3.3. doktorantka pokazała i przeanalizowała kształtowanie się krótkoterminowych stóp procentowych na rynkach międzybankowych badanych krajów na tle kształtowania się stóp procentowych banków centralnych, stosowanych przez nie instrumentów polityki pieniężnej oraz zmian sytuacji płynnościowej w sektorach bankowych tych krajów. Wyniki nie są całkowicie jednoznaczne, ale generalnie potwierdzają trudności, na jakie napotykają banki centralne w precyzyjnym oddziaływaniu na stopy procentowe rynku międzybankowego w warunkach utrzymywania się strukturalnej nadpłynności na tym rynku.

A czy analiza empiryczna przeprowadzona w rozdziale 5 wniosła coś dodatkowego do udowodnienia tezy badawczej rozprawy? Tak, ale już tylko pośrednio, poprzez potwierdzenie, z pewnymi tylko wyjątkami, istotności wpływu zarówno warunków płynnościowych jak i

instrumentów stosowanych przez banki centralne na poziom i zmienność stóp procentowych na rynkach międzybankowych rozpatrywanych krajów.

4. Inne uwagi merytoryczne

Recenzowaną rozprawę oceniam wysoko pod względem merytorycznym. Doktorantka dowiodła dogłębną wiedzę z zakresu problematyki rynków finansowych i polityki pieniężnej, trafnie pokazała specyficzne cechy funkcjonowania rynków pieniężnych i prowadzenia polityki pieniężnej w rozpatrywanych krajach (Polska, Czechy, Węgry), a także wykazała się dużą biegłością i kompetencją w stosowaniu i interpretowaniu metod analizy ilościowej.

Oba cele rozprawy zostały zrealizowane, Autorka wyspecyfikowała podstawowe czynniki wpływające na poziom i zmienność krótkoterminowych stóp procentowych rynku międzybankowego z zaznaczeniem pewnych różnic między badanymi krajami. Cel drugi wiąże się z tezą badawczą rozprawy, analizowaną szczegółowo w poprzednim punkcie niniejszej recenzji. Doktorantka nie ograniczyła się jednak tylko do wykazania szczególnych trudności, na jakie napotyka polityka pieniężna banków centralnych w warunkach strukturalnej nadpłynności w sektorze bankowym. Pokazała ona również, jakie działania banków centralnych mogą zwiększyć skuteczność ich wpływania na krótkoterminowe stopy na rynku międzybankowym nawet w takich okolicznościach.

Badanie dla rynku polskiego potwierdziło skuteczność w oddziaływaniu na poziom i zmienność krótkoterminowych stóp procentowych dostrajających operacji otwartego rynku przeprowadzanych w trakcie oraz na koniec okresu rezerwowego (s. 184 i 186). Badanie dla rynku węgierskiego wskazało na celowość zdecydowanego skracania terminów zapadalności podstawowych operacji otwartego rynku (s. 186). Specyficzne są natomiast doświadczenia Czech dla okresu 2012-2016, kiedy to stosowany był system polityki pieniężnej oparty na „podłodze” (ang. *floor system*). Zapewniło to niezmiennie utrzymywanie się przez cały ten okres stopy rynkowej CZEONIA na poziomie stopy referencyjnej banku centralnego (s. 96). Uzyskanie takiego rezultatu wydaje się jednak możliwe tylko gdy stopy procentowe banku centralnego kształtują się blisko zera, co ma jednak również i szereg negatywnych konsekwencji.

Przy ogólnie wysokim poziomie merytorycznym rozprawy chciałbym jednak zwrócić uwagę na te fragmenty, które wydały mi się szczególnie wartościowe lub interesujące.

W podrozdziale 3.1 bardzo dobrze zostały przedstawione, zarówno w ujęciu teoretycznym jak i w odniesieniu do trzech rozpatrywanych krajów, przyczyny powstawania strukturalnej nadpłynności sektora bankowego. Autorka pokazała też jakie działania mogą być podejmowane dla ograniczania skali tej nadpłynności.

Interesujące są rozważania i wnioski dotyczące specyficznej sytuacji w Czechach, gdzie od 2012 r. występowały jednocześnie dwa zjawiska: nadpłynność sektora bankowego i bardzo niski (praktycznie równy zero) poziom stóp procentowych banku centralnego (w dodatku taki sam dla stopy referencyjnej i stopy depozytowej). Doktorantka pokazała także, jakie miało to konsekwencje dla prowadzenia polityki pieniężnej i polityki kursu walutowego (s. 75-76, 94-96 i 100-101).

Równie ciekawe jest omówienie w rozdziale 4 pewnych nietypowych zadań powierzonych polityce pieniężnej na Węgrzech. Doktorantka nie ograniczyła się zresztą do ich opisu, ale podjęła też próbę oceny skutków tych niekonwencjonalnych rozwiązań.

Recenzowana rozprawa nasuwa też pewne uwagi krytyczne. Nie są one zbyt liczne, a ich ciężar gatunkowy jest niewątpliwie mniejszy od opisanych powyżej zalet. Tylko pierwsza z tych uwag ma charakter ogólniejszy, podczas gdy pozostałe mają już charakter szczegółowy..

W rozprawie zabrakło mi uwzględnienia zmian strukturalnych, do jakich doszło w ostatnich dekadach na międzybankowych rynkach pieniężnych. Przede wszystkim mam na myśli dwie takie zmiany: procesy globalizacji tych rynków oraz rozszerzenie zakresu przeprowadzanych na nich operacji. Oprócz opisywanego we wszystkich podręcznikach zarządzania płynnością, banki zaczęły wykorzystywać rynek lokat międzybankowych jako istotne źródło finansowania długoterminowych aktywów (na przykład kredytów mieszkaniowych). O tych zmianach strukturalnych pisało wielu autorów, w tym spośród polskich, wielokrotnie Andrzej Sławiński. Trudno oczywiście przesądzić a priori, czy i ewentualnie w jakim stopniu te zmiany strukturalne mogą mieć wpływ na cele i tezę badawczą recenzowanej rozprawy, ale warto by to wziąć pod uwagę.

A oto kilka uwag szczegółowych:

s. 19 – na schemacie 1 niepełna jest lista finansowych instrumentów pochodnych (nie ma na przykład kredytowych instrumentów pochodnych).

s. 25 – zastosowania swapów walutowych są znacznie liczniejsze niż zostało to tu przedstawione,

s. 38 – należałoby wyjaśnić jak swapy procentowe (IRS-y) mogą być instrumentem o charakterze lokacyjnym, zwłaszcza, że nie zostały wcześniej uwzględnione przy omawianiu takich instrumentów (s. 23-24).

s. 58-59 – niezbyt trafnie przedstawiono przyjęte ostatecznie w Polsce (w 2015 r.) rozwiązania instytucjonalne w zakresie prowadzenia polityki makroostrożnościowej i zapewniania stabilności finansowej oraz rolę jaka przypada w tych rozwiązaniach NBP.

s. 105 – trochę zbyt jednostronnie przedstawione zostały korzyści z silnej deprecjacji złotego pod koniec 2008 i na początku 2009 r. Oprócz niewątpliwie pewnego pozytywnego wpływu na konkurencyjność eksportu (choć też nieco ograniczonego przez fakt, że wielu eksporterów jest jednocześnie importerami) był też wpływ negatywny w postaci strat poniesionych przez część eksporterów w następstwie niewłaściwie zawartych transakcji opcyjnych.

s.141 dlaczego zmienna dotycząca underbiddingu została w przypadku analizy rynku polskiego zaliczona do drugiej grupy zmiennych objaśniających (określających sposób zarządzania płynnością przez bank centralny), a nie pierwszej grupy zmiennych (opisujących sytuację płynnościową)? Jest to sprzeczne z wcześniej przedstawianą klasyfikacją zmiennych objaśniających (s. 133 i 137), a ponadto dlaczego doktorantka postąpiła tak tylko w przypadku rynku polskiego?

5. Ocena formalnej strony rozprawy

Formalna strona recenzowanej pracy też zasługuje na wysoką ocenę. Znakomite i bardzo czytelne są wykresy i tabele. Te ostatnie często z powodzeniem spełniają rolę syntetycznych podsumowań. Pod względem językowym rozprawa także zasługuje na uznanie. Doszukałem się dosłownie tylko kilku niezręczności językowych.

- razi kilkakrotne użycie przymiotnika „przedmiotowy”, który raczej kojarzy się (i to nie najlepiej) z urzędowymi pismami, a nie tekstem naukowym ;

- s. 61 - nie ma liczby mnogiej od słowa „polityka”;

- s. 109 – „Zmiany w systemie operacyjnym polityki pieniężnej...**nakierowane** były...”;

- s. 122 – „Wskazane wyżej okoliczności pozwalają na **wysunięcie** wniosku...”;

Ponadto w tytule wykresu 25 na s. 127 występuje błąd w nazwie banku centralnego .

6. Konkluzja

Nieliczne uwagi krytyczne nie zmieniają bardzo pozytywnej oceny recenzowanej rozprawy. Doktoranta dowiodła w niej dogłębnej wiedzy teoretycznej w takich obszarach

tematycznych jak rynki finansowe i polityka pieniężna oraz umiejętności samodzielnego prowadzenia badań naukowych w tych dziedzinach, w tym również przy zastosowaniu metod analizy ilościowej. Rozprawa stanowi też w znacznym stopniu udane i oryginalne rozwiązanie problemu naukowego, jakim jest zdolność banków centralnych do wpływania na poziom i zmienność krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym w warunkach strukturalnej nadpłynności sektora bankowego.

Konkludując uważam, że rozprawa Anny Izabeli Topaczewskiej niewątpliwie spełnia ustawowe wymogi stawiane rozprawom doktorskim (Dz. U. z 2017 r. poz. 1789 oraz Dz. U. z 2018 poz.1668 art. 186 pkt. 1 i 2), a zatem wnioskuję o jej dopuszczenie do publicznej obrony.