

Warszawa, styczeń 2019 r

Recenzja rozprawy doktorskiej mgr. Marty Karaś
p.t. *Measuring financial system stability –*
analysis and application for Poland.

1. Ogólna ocena pracy

Autorka recenzowanej rozprawy wykazała się dobrym warsztatem badawczym i znajomością przedmiotu swoich badań. Dzięki temu połączeniu powstało opracowanie akademickie przydatne dla praktyki gospodarczej. Rozprawę wyróżniają zawarte w niej dyskusje uzyskanych wyników badań, które nie ograniczają się tylko do rozważań metodologicznych. Rozprawa doktorska mgr Marty Karaś jest niewątpliwie wartościowym wkładem w dyskusję na temat mierzenia ryzyka systemowego, która toczy się w środowisku akademickim i w instytucjach odpowiedzialnych za stabilność systemu finansowego.

2. Uwagi do treści i konstrukcji rozprawy

Pierwszy rozdział rozprawy poświęcony jest zaprezentowaniu tego jak ryzyko systemowe jest definiowane w literaturze. Biorąc pod uwagę wielowymiarowość ryzyka systemowego, doktorantka proponuje, by badać je poprzez pryzmat odporności systemu finansowego na kryzys finansowy, który przynosi z sobą (1) spadek płynności rynków finansowych i *run* na rynku depozytów międzybankowych oraz (3) konieczność posiadania przez instytucje finansowe odpowiednio dużych kapitałów - by pokryć wywołane kryzysem straty bilansowe w sytuacji, gdy straty te (3) rosną w wyniku ich

„rozlewanie się” w całym systemie finansowym. Zaproponowany przez doktorantkę sposób definiowania ryzyka systemowego jest klarowny i przekonujący.

Mimo, że treść rozdziału 1 jest generalnie dobra, miejscami skłania do sformułowania uwag, które (być może) przydadzą się autorce w przyszłości.

Pierwsza w takich uwag dotyczy schematu przedstawiającego system finansowy. Ma on charakter trochę zbyt podręcznikowy. Brakuje w nim wpływu systemu motywacyjnego, który jest od lat 80. głównym powodem podejmowania nadmiernego ryzyka przez instytucje finansowe, a więc jest bardzo ważnym źródłem ryzyka systemowego. System motywacyjny powoduje również i to, że w rzeczywistości – inaczej niż w podręcznikach - instytucje finansowe często przenoszą ryzyko na swych klientów zamiast ich przed nim chronić. Sposobem takiego przenoszenia ryzyka na klientów banków jest między innymi oferowanie im złożonych instrumentów finansowych (Bookstaber 2006).

Wprawdzie stosowane przez Autorkę określenie „wskaźniki wczesnego ostrzegania” (*early warning indicators*) jest często używane w literaturze, ale warto zaznaczyć, że termin ten jest stosowany w istocie w znacznym stopniu na wyrost - ze względu na endogeniczny charakter ryzyka systemowego (Danielsson, Shin 2003). Wskaźniki SRISK zaczęły silnie rosnać dopiero w momencie, gdy wybuchł globalny kryzys bankowy (Brownlees, Engle 2017). Analogicznie było z cenami CDS-ów, które wręcz spadały przed globalnym kryzysem bankowym, by gwałtownie wzrosnąć w momencie jego wybuchu (Turner 2009).

Jak najlepiej o dobrym rozumieniu przez doktorantkę wybranej tematyki badań świadczy to, iż docenia znaczenie, jakie w procesie kumulowania się ryzyka przez niedawnym globalnym kryzysem finansowym miał bardzo szybki wzrost podaży krótkoterminowego finansowania hurtowego, który umożliwił: (a) niestabilne boomy kredytowe (podaż oszczędności, które powinny finansować kredyty hipoteczne, rosła

tylko w takim tempie jak PKB), (b) szybki wzrost podaży nie płynnych (a więc ryzykownych) obligacji strukturyzowanych oraz (3) gwałtowny wzrost skali *tradingu*, powodujący szybki wzrost wzajemnego uzależnienia się banków. Podobał mi się komentarz Autorki, że tak ważne źródło ryzyka systemowego nie zostało jeszcze z literaturze nawet nazwane (s. 13)

W rozdziale 2 pracy doktorantka dokonuje przeglądu literatury, by zidentyfikować metody mierzenia ryzyka systemowego, które są adekwatne dla warunków polskich – ze względu na poziom rozwoju naszego systemu finansowego. Pisząc o zakresie dokonanych studiów literaturowych, doktorantka używa słowa *vast*, które – przyznam – odzwierciedla rzeczywistość. Między innymi z tego właśnie uważam, że rozdział 2 rozprawy jest napisany jest tak sumiennie i rzeczowo, że w zasadzie nie mam do jego treści uwag poza uzupełnieniem, iż pojawiły się metody szacowania na podstawie cen opcji nie tylko rozkładu oczekiwanych poziomów ceny dobra bazowego, ale także tego, jak rozkład ten może się zmienić.

W rozdziale 3 doktorantka dokonuje przeglądu wyników dotychczasowych badań nad stabilnością systemu finansowego w Polsce. W pierwszej części rozdziału dokonuje przeglądu opracowań NBP, rzeczowo wskazując wpływ przyjmowanych założeń na wyniki prowadzonych przez bank centralny analiz. W dalszej części rozdziału doktorantka dokonuje analizy opracowań KNF i EBA. W ostatniej części rozdziału omawia wyniki badań opublikowanych w periodykach akademickich.

Jedyną słabością rozdziału 3 są komentarze wyjaśniające makroekonomiczne przyczyny zmian analizowanych w rozdziale wskaźników. W komentarzach tych odczuwam niedostatek lektur na temat makroekonomicznej strony kryzysów finansowych. Dobrze jednak świadczy o doktorantce wskazywanie przez nią na konieczność tworzenia takich baz danych, które pozwalają zidentyfikować i analizować okresy paniki bankowej.

Pomimo, że rozdział miał być przeglądem literatury, można znaleźć z nim liczne własne komentarze doktorantki. Znalazłem w treści rozdziału także (przyznam, że pewną satysfakcją) pośrednie potwierdzenie *ex post* słuszności decyzji RPP z 2009 r., by – wbrew powszechnym wówczas oczekiwaniom – ograniczyć w trakcie globalnego kryzysu bankowego pomoc dla banków krajowych głównie do pożyczek w formie *fx swap*; skoro nie było obiektywnej potrzeby angażowania dużych publicznych środków.

W rozdziale 4 doktorantka wyjaśnia dokonany przez nią dobór miar ryzyka systemowego. Uzasadnia wybór SRISK dla pomiaru ryzyka niedostatku kapitału i Delta CoVaR dla oszacowania wpływu poszczególnych instytucji na ryzyko systemowe.

W przypadku ryzyka płynności rynkowej doktorantka decyduje się na użycie odchyłeń rzeczywistych rynkowych stóp procentowych od ich teoretycznych (modelowych) poziomów. Jeśli chodzi o ryzyko związane z ewentualnym zaprzestaniem funkcjonowania międzybankowego rynku depozytów, metoda wybrana przez doktorantkę jest prawidłowa, ale pod pewnymi względami mało przyszłościowa. Regulacje Bazylei III i narastający w wielu krajach, w tym także w Polsce, nadmiar oszczędności w przedsiębiorstwach już dzisiaj sprawia, że trudno traktować WIBOR jako krańcowy koszt pozyskania pasywów przez banki.

W niektórych miejscach rozprawy pojawia się, jako element ryzyka płynności, *ryzyko monetarne* (jak je doktorantka nazywa), ale dobrze, że sama nie poświęca mu dużo uwagi, ponieważ wyodrębnienie go jest dość sztuczne. Banki centralne od początku swej historii miały obowiązek pełnić rolę pożyczkodawcy ostatecznej szansy, ale jeśli jej nie wypełniały (jak Rezerwa Federalna na początku lat 30.), to były to tylko błędy w sztuce.

W rozdziale 5 doktorantka prezentuje i analizuje wyniki swoich badań empirycznych. Są one w większości zgodne z intuicją, pokazując, że największy wpływ ma ryzyko systemowe i mają duże instytucje.

Dobłą decyzją było włączenie do analiz także instytucji niebankowych. Dzięki temu wyniki badań doktorantki uwypuklają także zależności, które nie są zgodne z obiegowymi opiniami. Jedną z nich jest przekonanie, że tworzenie konglomeratów finansowych jest skuteczną metodą dywersyfikacji ryzyka. Mimo, że przebieg globalnego kryzysu bankowego wyraźnie temu zaprzeczył, argumentacja tego rodzaju jest na poziomie intuicyjnym tak (pozornie) przekonująca, że nadal jest często używana, zwłaszcza, gdy uruchamiany jest lobbing uzasadniający na przykład decyzje łączenia banków i towarzystw ubezpieczeniowych. Przedstawione w rozdziale 5 wyniki badań doktorantki pokazują, że również w Polsce teza, iż jest to właściwy sposób na dywersyfikację ryzyka nie odzwierciedla rzeczywistości.

W rozdziale 5 i w kilku wcześniejszych fragmentach pracy Autorka stara się wyjaśnić wzrost badanych przez nią wskaźników w latach 2015-2016, formułując kilka ciekawych hipotez w tym względzie. Biorąc jednak pod uwagę sposób, w jaki wskaźniki te są konstruowane i daleko posuniętą globalizację rynków kapitałowych, jedną z przyczyn wzrostu poziomów analizowanych w rozprawie wskaźników mógł być także wzrost zmienności S&P w tamtym okresie; gdy wraz z zakończeniem QE ustał w USA napływ płynności na rynki kapitałowe (głównie poprzez rynek *repo*), a ożywienie w amerykańskiej gospodarce było nadal uznawane za rozczarowująco słabe.

3. Konkluzja

Recenzowana rozprawa z pewnością spełnia ustawowe wymogi, tym bardziej, że jej autorka ma w dorobku sporo wartościowych publikacji dotyczących badań nad stabilnością systemu finansowego. Praca doktorska mgr Marty Karaś niewątpliwie wnosi wartość dodaną do literatury przedmiotu.

Jako długoletni praktyk gospodarczy szczególnie cenię sobie to, że autorka zaproponowała metodę analiz, która spełnia wysokie wymagania akademickie, a jednocześnie jest bardzo intuicyjna i przydatna w polityce gospodarczej.

Z tego właśnie względu – jakkolwiek biorąc pod uwagę także pozostałe (wskazane powyżej) zalety recenzowanej rozprawy – zgłaszam wniosek o nagrodzenie jej wyróżnieniem.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'A. Sławiński'.

prof. dr hab. Andrzej Sławiński
Katedra Ekonomii Ilościowej
Szkola Główna Handlowa