

RPW/29698/2018 N
2018-11-15

Dr hab. Dariusz Filar
Emerytowany profesor UG

DZIEKAN
Kolegium Analiz Ekonomicznych

dr hab. Joanna Plebaniak, prof. SGH

Recenzja

rozprawy doktorskiej Macieja Albinowskiego zatytułowanej *System płatniczy a pośrednictwo finansowe: czy depozyty bieżące to odpowiednie źródło finansowania ryzykownych aktywów?*

Istotę przedstawionej do recenzji pracy mgr Macieja Albinowskiego stanowią rozważania nad alternatywą, którą po jednej stronie stanowią powszechne dziś systemy bankowe, w których obsłudze transakcji podmiotów gospodarczych towarzyszy wykorzystanie depozytów o charakterze transakcyjnym jako źródła finansowania akcji kredytowej (bankowość rezerw częściowych), natomiast po stronie drugiej – konstrukcja odmiennego systemu finansowego, który oparty byłby o funkcjonowanie wąskich banków (*narrow banks*) czyli takich, gdzie depozyty są zabezpieczone (bankowość pełnego zabezpieczenia depozytów aktywami wolnymi od ryzyka). Na tle tak przedstawionej alternatywy Doktorant formułuje podstawową tezę swojej rozprawy, w myśl której „ograniczenie wykorzystywania przez banki depozytów bieżących do finansowania ryzykownych aktywów może zwiększyć dobrobyt społeczny” (cytat ze s.3 rozprawy).

Doświadczenia współczesnych kryzysów bankowych, podczas których pojawiało się realne zagrożenie zawieszenia wypłat depozytów transakcyjnych, co z kolei zmuszało władze państw do ratowania banków zagrożonych upadłością i pociągało za sobą wysokie koszty gospodarcze, społeczne, a nawet polityczne sprawia, że wybrany przez Doktoranta temat przychodzi uznać za aktualny i posiadający istotne znaczenie poznawcze.

Rozprawa została skonstruowana w postaci czterech rozdziałów, które zasadniczo odpowiadają hipotezom badawczym stanowiącym kolejne kroki do weryfikacji tezy podstawowej.

Wstępna część rozdziału pierwszego poświęcona została sprecyzowaniu pojęcia „depozyty transakcyjne”. Doktorant odróżnia je od „depozytów oszczędnościowych”, chociaż równocześnie zwraca uwagę, że ich rozgraniczenie w rzeczywistości gospodarczej z wielu powodów może być utrudnione; prowadzi to do przyjęcia założenia, że w europejskich systemach bankowych większa część depozytów transakcyjnych ulokowana jest w postaci depozytów bieżących (te ostatnie są więc przybliżeniem depozytów o charakterze transakcyjnym). Historyczny przegląd sposobów zabezpieczenia depozytów transakcyjnych przed ryzykiem utraty nominalnej wartości – ze szczególnym uwzględnieniem gwarancji państwowych – zawarty został w podrozdziale drugim rozdziału pierwszego. Uwaga krytyczna, jaka może być sformułowana wobec tej części pracy, dotyczy przesadnego wydłużenia przestrzeni historycznej owego przeglądu; przyjęcie jako punktu wyjścia rozwiązań stosowanych w Atenach w IV w p.n.e. pozwala na prezentację wielu ciekawostek z historii bankowości, ale wydaje się, że s.11-24 mogłyby zostać pominięte bez większej szkody dla całości pracy. Wystarczającym wprowadzeniem do podrozdziału trzeciego w rozdziale pierwszym, który bezpośrednio odnosi się do pierwszej hipotezy badawczej

(„Ryzyko zawieszenia wypłat depozytów o charakterze transakcyjnym stanowi jeden z głównych powodów, dla których państwa decydują się gwarantować wypłacalność banków”), byłoby pokazanie doświadczeń z publicznym ubezpieczeniem depozytów od przełomu wieków XIX i XX. W samym podrozdziale trzecim na podstawie analizy epizodów zawieszenia wypłat depozytów w Argentynie (2001-2002), na Cyprze (2011-2013) i w Grecji (2015), a także na podstawie wniosków płynących z bazy kryzysów bankowych, którą opracowali Laeven i Valencia, Autor przekonująco wykazuje, że epizody takie mają wystarczająco wysoki negatywny wpływ na aktywność gospodarczą, by skłaniać państwa do ratowania banków zagrożonych upadłością. Działania takie pozwalają na ograniczenie negatywnych skutków, jakie rodzą dla gospodarki problemy w sektorze bankowym, ale generują równocześnie istotne koszty po stronie finansów państwowych.

Rozdział drugi pracy zatytułowany został „Teoretyczne uzasadnienie dla wykorzystywania przez banki depozytów transakcyjnych”. Taki tytuł rozdziału można uznać za nieco przewrotny, bowiem przeprowadzona w nim analiza szeregu modeli poświęconych roli depozytów na żądanie w systemie pośrednictwa finansowego zdaje się potwierdzać drugą hipotezę badawczą pracy, w myśl której teoria pośrednictwa finansowego nie uzasadnia, dlaczego środki przewidziane do celów transakcyjnych miałyby być wykorzystywane do finansowania akcji kredytowej obciążonej ryzykiem. W świetle przeprowadzonego wywodu i przedstawionych w jego ramach modeli teoretycznych można zatem raczej mówić o niedostateczności lub nawet braku teoretycznego uzasadnienia dla wykorzystania przez banki depozytów transakcyjnych. Starannie omówiony w rozdziale model Diamonda-Dybviga (a także modele pochodne wobec niego) skupiony jest na kwestii runu na bank („szturmu” jak chce Autor), w którego tle jest niedopasowanie nie płynnych aktywów i płynnych pasywów (które mogą być wycofane). Jako rozwiązanie problemu Diamond i Dybvig proponują publiczne ubezpieczenie depozytów, ale możliwość ubezpieczenia nie jest przecież tożsama z uzasadnieniem wykorzystania depozytów w akcji kredytowej. Podobnie autorzy innych omówionych modeli (Wallace, Jacklin, Cooper i Ross) analizują raczej możliwości zapobieżenia negatywnym następstwom niedopasowania aktywów i pasywów bankowych, a nie zasadność wykorzystania depozytów w akcji kredytowej. Także w modelach He’a i innych oraz Sanchesa punkt ciężkości położony został na inwestowaniu w bezpieczne aktywa, dla których źródłem finansowania mogłyby być środki o charakterze transakcyjnym, a nie na teoretycznym uzasadnieniu sięgnięcia po te środki.

Integralną część drugiego rozdziału stanowi autorski model teoretyczny, w którym nominalne depozyty transakcyjne są wykorzystywane przez banki do finansowania ryzykownych aktywów. W świetle modelu w gospodarce, gdzie deponenci cechują się zróżnicowaną awersją do ryzyka, a tym samym zróżnicowanymi preferencjami odnośnie do poziomu rezerw, konieczne byłoby funkcjonowanie wielu typów banków (w tym – wąskich banków), które w swojej polityce rezerw byłyby dostosowane do tych preferencji. W przypadku wąskich banków wymagałoby to z kolei stworzenia mechanizmu, który zapewniałby deponentom pewność, że w bankach faktycznie utrzymywane są pełne rezerwy. Alternatywnym rozwiązaniem jest zagwarantowanie wypłaty depozytów przez państwo przy pomocy funduszu finansowanego z podatków płaconych przez całą populację. Zbudowany przez Doktoranta model pokazuje więc raczej, że funkcjonowanie wąskich banków lub publiczne ubezpieczenie depozytów mogą mieć pozytywny wpływ na dobrobyt deponentów, a nie koncentruje się na wyjaśnieniu czy uzasadnieniu sięgnięcia przez banki po depozyty

transakcyjne do finansowania ryzykownych aktywów. W tym sensie również ta część rozdziału odzwierciedla podejście zaprezentowane w jego wcześniejszej części. Jest to - jak już stwierdziłem wyżej - powiązane z pozytywną weryfikacją drugiej hipotezy badawczej sformułowanej w pracy.

W trzecim rozdziale pracy przeprowadzone zostały rozważania nad rolą, jaką depozyty transakcyjne mogą odgrywać w narastaniu boomów kredytowych. Rozdział otwiera klarownie napisany wstęp, w którym przeanalizowano związki pomiędzy dobrowolnymi oszczędnościami, kredytem, inwestycjami, naturalną i rynkową stopą procentową, a wreszcie powstawaniem nierównowag makroekonomicznych, gdy stopa rynkowa ulega odchyleniu od stopy naturalnej. We wstępie tym Doktorant ciekawie pokazał występujące w teorii makroekonomii różnice poglądów na rolę dobrowolnych oszczędności w określaniu wielkości kredytu i inwestycji. Zwrócił również uwagę na fakt, że w modelach DSGE jako źródło finansowania kredytu przyjmowane są na ogół dobrowolne oszczędności przybierające postać depozytów, które stanowią odroczoną konsumpcję gospodarstw domowych, natomiast wprowadzenie do tych modeli bankowej kreacji pieniądza jest dokonaniem stosunkowo nowym. Przeprowadzony wywód uznać można za trafny i dobrze współbrzmiający z dwiema szczegółowymi hipotezami zawartymi w trzeciej hipotezie pracy („a. Kredyt udzielany przez sektor bankowy nie zależy od oszczędności ulokowanych w bankach” oraz „b. Boomy kredytowe wiążą się z obniżeniem udziału oszczędności w źródłach finansowania banków, co sprzyja narastaniu nierównowag makroekonomicznych”). Jeśli można temu teoretycznemu wprowadzeniu do rozdziału trzeciego coś zarzucić, to nadmierną syntetyczność czy nawet lapidarność. Zasygnalizowane jedynie poglądy Wicksella, Misesa, Keynesa, Myrdala, Robertsona czy Garrisona zasługiwały na znacznie szerszą i analitycznie pogłębioną prezentację. Tak jak w rozdziale pierwszym sięgnięcie w rozważaniach o państwowym gwarantowaniu depozytów aż do czasów starożytnych rodziło poczucie *embarras de richesse*, tak teoretyczny wstęp do rozdziału trzeciego wywołuje zdecydowany niedosyt.

Od teoretycznego wprowadzenia Doktorant przechodzi w kolejnej części rozdziału trzeciego do przeglądu dotychczasowych badań empirycznych, w których podejmowano zagadnienie determinant kredytu. Badania takie były prowadzone zarówno w odniesieniu do prób, na które składały się całe gospodarki krajowe, jak i na poziomie prób złożonych z indywidualnych banków. Najbardziej przekonujące spośród tych badań wydają się te, które wykazują powiązanie wzrostu kredytu ze wzrostem zadłużenia banków, ale nie ze wzrostem depozytów oraz te, które wzrost kredytu wiążą z napływem prywatnego kapitału zagranicznego. Doktorant postawił przed sobą zadanie uzupełnienia tych badań o takie, które pozwoliłyby stwierdzić, czy opóźnione stopy wzrostu depozytów mają istotny statystycznie wpływ na wzrost kredytu oraz czy w okresach boomów kredytowych zwiększa się udział depozytów transakcyjnych w bazie depozytowej. Przeprowadzone w tej części pracy badania ekonometryczne (na zbiorze danych obejmującym 20 krajów wyłonionych z grupy 39 krajów rozwiniętych i rozwijających się ujętych w bazie danych Banku Rozliczeń Międzynarodowych) pozwoliły na stwierdzenie, że co do zasady wzrost kredytu udzielanego przez sektor bankowy nie jest powiązany z wcześniejszymi zmianami oszczędności zgromadzonych w bankach, natomiast istnieje zależność przyczynowa pomiędzy łącznymi depozytami i kredytem, chociaż nie występuje ona powszechnie (w 6 spośród 20 krajów). Badania własne Doktoranta pozwoliły także na stwierdzenie, że w okresie boomów kredytowych banki zwiększają stopień finansowania się z depozytów transakcyjnych. W

drodze do sformułowania powyższych stwierdzeń Doktorant sprawnie posłużył się szeroką gamą narzędzi ekonometrycznych.

Rozdział czwarty rozprawy poświęcony został przez Doktoranta koncepcjom ograniczenia wykorzystania depozytów transakcyjnych w finansowaniu akcji kredytowej, a zatem koncepcjom stworzenia różnorodnych form wąskich banków. Rozważania otwiera przegląd różnych propozycji systemu wąskiej bankowości, a wszystkie te propozycje zawierają wspólny element, jakim jest postulat rozdzielenia działalności depozytowej oraz kredytowej lub przynajmniej wyznaczenia wyraźnej granicy między tymi rodzajami działalności. Stopień rozdzielenia może być jednak różny, bo czym innym jest jednoznaczne wyodrębnienie wśród banków dwóch odmiennych typów instytucji – banków depozytowych oraz spółek kredytowych, a czym innym nałożenie na konwencjonalne banki określonych wymogów w zakresie kształtowania portfela aktywów i zabezpieczenia depozytów. Ważnym zadaniem wykonanym przez Doktoranta jest sporządzenie klarownej klasyfikacji tych propozycji – od radykalnych, poprzez umiarkowane, do hybrydowych. Ważne jest również zwrócenie uwagi na fakt, że propozycje wąskiej bankowości w dużym stopniu pojawiały się jako odpowiedź na faktyczne problemy sektora bankowego – od tzw. Planu z Chicago, który zaprezentowano w 1933 roku po wybuchu ogólnokrajowego kryzysu bankowego w USA po propozycje G. Pennacchi'ego (2012) i J. Cochrane'a (2014), które zostały zgłoszone już po globalnym kryzysie finansowym z lat 2007-2009.

Zróznicowany radykalizm koncepcji wąskiej bankowości sprawia, że przychodzi je wiązać z odmiennym ryzykiem destabilizacji systemu finansowego. Koncepcje radykalne radzą sobie ze stabilizacją systemu finansowego bez potrzeby sięgania po publiczne ubezpieczenie depozytów. Natomiast koncepcje umiarkowane i hybrydowe wąskiej bankowości, które dopuszczają finansowanie nie płynnych aktywów przez depozyty, które mogą zostać wycofane na żądanie, wymagają istnienia mechanizmów chroniących system finansowy. Rozważaniom nad takimi mechanizmami – a przede wszystkim nad autorską propozycją mechanizmu konwersji depozytów na długoterminowe obligacje, co miałyby miejsce w wyniku decyzji nadzoru finansowego – poświęcona została druga część ostatniego rozdziału. W części trzeciej w bardzo pobieżny sposób omówiony został wpływ wąskiej bankowości na procesy pieniężne – na wielkość kredytu w długim okresie oraz na wahania cykliczne.

Dokonując podsumowania merytorycznej oceny pracy pragnę ja przede wszystkim pochwalić za podjęcie istotnej, aktualnej tematyki oraz za zakotwiczenie rozważań w szerokim przeglądzie bieżącej literatury przedmiotu. Po stronie krytycznej pozwalam sobie zwrócić uwagę na wzmiankowane już wyżej zachwianie proporcji w prezentacji poszczególnych wątków – obok bardzo rozbudowanych znalazły się i takie, które potraktowano bardzo skrótowo, chociaż zasługiwały na szerszą analizę.

Obok merytorycznych uwag dotyczących rozprawy chciałbym zgłosić jeszcze dwie o charakterze czysto językowym. Jedna z nich jest pochwalna, natomiast druga wyraża pewną wątpliwość. Uwaga pochwalna dotyczy poprawnego operowania przez Doktoranta terminem „deponent”. Recenzent miał okazję wielokrotnego trafiania – nawet w poważnych tekstach – na mylenie pojęć „deponent” i „depozytariusz”. Doktorant na szczęście tego błędu nigdzie nie popełnił. Uwaga wyrażająca wątpliwość dotyczy operowania przez Doktoranta sformułowaniem „szturm na bank”. W literaturze polskiej od dawna przyjęte było

przeniesione z angielskiego sformułowanie „run na bank”, więc wprowadzanie w to miejsce „szturmu” (który zresztą także etymologicznie nie jest słówkiem polskim i wywodzi się z języka niemieckiego) wydaje się niepotrzebnym mnożeniem pojęć. Sam Doktorant nie jest zresztą w tej mierze konsekwentny i na s. 130 pisze o występowaniu „runów”.

Niezależnie od zgłoszonych uwag krytycznych stwierdzam, że rozprawa doktorska mgr Macieja Albinowskiego spełnia wymagania stawiane rozprawom doktorskim i występuje do Kolegium Analiz Ekonomicznych SGH z wnioskiem o dopuszczenie tej pracy do publicznej obrony.

(-) *Dariusz Filar*

Gdynia, 12 listopada 2018

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'D. Filar', with a long horizontal stroke extending to the right.