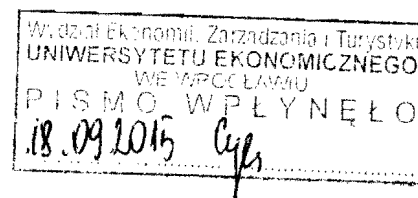


Dr hab. Jacek Pietrucha, prof. UE
Katedra Ekonomii
Uniwersytet Ekonomiczny
w Katowicach

Katowice, 8.09.2015



Recenzja
rozprawy doktorskiej
magistra Krystiana Nowakowskiego
pt. „Miękkie finansowanie jako determinanta powstawania baniek cenowych na rynku
nieruchomości mieszkaniowych”

1. Ogólna ocena pracy, w tym doboru problematyki badawczej

Recenzowana dysertacja liczy 299 stron maszynopisu, podzielonego na 6 rozdziałów, wstęp i zakończenie. Przedmiotem zainteresowania w pracy jest powstawanie baniek cenowych na rynku nieruchomości mieszkaniowych oraz rola w tym procesie miękkiego ograniczenia budżetowego związanego ze strukturą i zasadami finansowania zakupu nieruchomości mieszkaniowych, przy czym Autor koncentruje się na kwestiach mikroekonomicznych i instytucjonalnych.

Rozprawa magistra Krystiana Nowakowskiego stanowi spójną całość, w której umiejętnie powiązано analizę mikroekonomiczną i analizę instytucjonalną narastania baniek cenowych na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Praca w znacznym stopniu jest koncepcyjnie oraz redakcyjnie dopracowana. Struktura opracowania jest klarowna, podział na rozdziały merytorycznie uzasadniony. Wywody Autora są jasne, przejrzyste i cechuje je dobry język (przy zastrzeżeniu szczegółowych uwag poniżej).

Podjęty przez Autora dysertacji problem badawczy zasługuje na przedmiot zainteresowania w rozprawie doktorskiej z kilku powodów. Po pierwsze jest on niezwykle aktualny i stanowi przedmiot licznych prac zarówno o charakterze teoretycznym, jak i empirycznym, a także gorących dyskusji i polemik w literaturze przedmiotu. W ich konsekwencji rozważa się konieczne zmiany w charakterze działań władz publicznych. Po

drugie dyskusje te dalekie są od ostatecznych konkluzji i zwłaszcza rola sektora finansowego wymaga dalszych badań. Po trzecie temat pracy doktorskiej p. Krystiana Nowakowskiego stanowi również część większego problemu badawczego we współczesnej ekonomii dotyczącego narastania baniek na różnych rynkach, a jeszcze szerzej mechanizmów wzrostu i załamania (boom and bust) i roli w tym procesie sektora finansowego. Po czwarte narastanie baniek cenowych jest obecnie jednym z najważniejszych zagrożeń dla stabilności makroekonomicznej i stabilności finansowej, a także dla długookresowego wzrostu gospodarczego. Po piąte kwestia błędów w polityce kredytowej banków jest także kluczowa z punktu widzenia polityki stabilności sektora finansowego oraz funkcji nadzorczych władz publicznych. Dobór tematu pracy ocenić należy zatem bardzo wysoko – jest on wartościowy zarówno ze względów poznawczych, aktualnych dyskusji i polemik, jak i działań władz publicznych. Praca ma zatem zarówno walor teoriopoznawczy, jak i aplikacyjny.

Do najważniejszych walorów pracy można zaliczyć:

- usystematyzowanie powiązań między rynkiem nieruchomości mieszkaniowych a systemem jego finansowania,
- konceptualizację miękkiego finansowania towarzyszącego narastaniu baniek cenowych na rynku nieruchomości mieszkaniowych,
- przeprowadzenie badań związków między miękkim finansowaniem a narastaniem bańki spekulacyjnej w 3 krajach (Polsce, USA i Hiszpanii).

2. Ocena celów i hipotez rozprawy

Nadrzędnym celem rozprawy było „wyjaśnienie powstawania bańki cenowej na rynku nieruchomości mieszkaniowych poprzez definiowanie i identyfikację ekonomicznych i instytucjonalnych podstaw jej tworzenia ze wskazaniem szczególnej roli miękkiego finansowania”. W pracy sformułowano następnie 5 celów szczegółowych. Autor sformułował główną hipotezę pracy następująco: „bańka cenowa na rynku nieruchomości mieszkaniowych możliwa jest jedynie w sytuacji miękkiego finansowania” (s. 10), a następnie przedstawił 3 hipotezy szczegółowe.

Cele i hipotezy sformułowane w pracy uznać należy za wartościowe z punktu widzenia stanu badań nad mechanizmami nadzwyczajnego wzrostu cen aktywów. Hipotezy pracy nie budzą zastrzeżeń z punktu widzenia metodologicznego, w tym m. in. są falsyfikowalne. Drobną wątpliwość, głównie o charakterze redakcyjnym, budzić może jedynie hipoteza 2. Termin „poziom finansowania” rozumiany jest inaczej niż potocznie oraz typowo w literaturze z zakresu ekonomii i finansów. Autorska definicja zaprezentowana jest

dopiero na s.94. Nawet jednak po przyjęciu zaproponowanego przez pana Krystiana Nowakowskiego rozumienia „poziomu finansowania” zredagowanie hipotezy powoduje, że nie jest łatwo dostrzec intencję Autora.

Warto na chwile zatrzymać się nad interpretacją hipotezy głównej. Jak sędzę nie było zamiarem Autora wskazanie, że miękkie ograniczenie budżetowe jest jedynym czynnikiem sprawczym w powstawaniu baniek cenowych, co więcej sformułowanie hipotezy oraz hipotez cząstkowych (zwłaszcza trzeciej) nie przesądza także o kierunku przyczynowości między miękkim ograniczeniem budżetowym a nadzwyczajnym wzrostem cen aktywów, zwłaszcza nie przesądza przyczynowości płynącej od charakteru polityki kredytowej banków do narastania baniek na tym rynku. Obydwa stwierdzenia, uwzględniając stan badań w aktualnej literaturze przedmiotu, byłyby trudne do utrzymania i dobrze, że Autor uniknął tych pułapek. Dla potrzeb recenzji przyjmuję, że intencją Autora było dowodzenie, że bańce cenowej w sposób konieczny towarzyszy miękkie finansowanie.

Autor rozważa tę kwestię w 3 etapach. Po pierwsze przedstawia mikroekonomiczną analizę baniek cenowych w warunkach poluzowania ograniczenia budżetowego. Po drugie proponuje rozumowanie, w ramach którego kluczową rolę w luzowaniu ograniczenia budżetowego przyznaje się instytucjonalnej charakterystyce finansowania nieruchomości i polityce kredytowej banków komercyjnych (na 2 „poziomach” – tj. dostępności do refinansowania i relacji z kredytobiorcami). Po trzecie przedstawia studia 3 przypadków baniek cenowych na rynkach nieruchomości mieszkaniowych – w Polsce, USA i Hiszpanii. W ich rezultacie Autor udowodnił, że poluzowanie polityki kredytowej banków komercyjnych towarzyszyło bańkom cenowym na rynku nieruchomości mieszkaniowych w tych krajach. Przy czym w każdym z tych krajów poluzowanie polityki kredytowej dotyczyło innych jej obszarów (w Polsce kredyt nominowany w walucie obcej, w USA poluzowanie źródeł finansowania w wyniku sekurytyzacji oraz rola władz publicznych, w Hiszpanii ze względu na dostęp do globalnych hurtowych rynków finansowych).

3. Ocena konstrukcji i treści pracy

W rozdziałach 1 i 2 Autor dokonał przeglądu wiedzy z zakresu odpowiednio: problematyki nieruchomości mieszkaniowych oraz systemów ich finansowania. Obydwa rozdziały są rzetelnie napisane, przemyślane i prezentują aktualną wiedzę. Umiejętnie uporządkowano podstawowe informacje. Rozdziały te stanowią typowe rozdziały wprowadzające do dalszych analiz.

W rozdziale 3 zdefiniowano kluczowe dla pracy terminy: miękkie ograniczenie budżetowe i miękkie finansowanie. Punktem wyjścia rozważań są koncepcje Jonasa Kornaia. Ostatecznie Autor rozprawy dochodzi jednak do stwierdzenia, że miękkie finansowanie na rynku kredytów mieszkaniowych to sytuacja kiedy „tempo napływu środków pieniężnych przekracza przyrost aktywów będących przedmiotem zakupu” (s. 92). W dalszej części rozdziału omówiono „poziomy” miękkiego finansowania i jego cechy. Zasadniczo rozważania Autora w tym zakresie są kompetentne i wartościowe, stanowią ramy teoretyczne dla studiów przypadków w kolejnych rozdziałach. Do nielicznych luk można zaliczyć fakt, że w analizie pierwszego poziomu miękkiego finansowania zabrakło uwzględnienia ważnego w ostatnim czasie źródła płynności – refinansowania się na międzynarodowych rynkach hurtowych, a tym samym wpływu płynności globalnej na krajową. Mechanizm ten odegrał znaczną rolę w generowaniu baniek cenowych w ostatnich kilkunastu latach, zwłaszcza w strefie euro (co z resztą Autor zauważa w części empirycznej pracy).

W swoich rozważaniach w rozdziale 3 Autor koncentruje się na polityce kredytowej banków. Warto zauważyć, że zazwyczaj, gdy przedmiotem zainteresowania w badaniach jest rozmiar kredytu, rozważa się cały szereg determinantów zarówno po stronie kredytodawców jak i kredytobiorców, zarówno cenowych jak i poza cenowych oraz, co ważne, interakcji między nimi oraz ewentualne kwestie występowania cykliczności. Punktem wyjścia jest z jednej strony badanie skłonności i zdolności instytucji finansowych do udzielania kredytu, a drugiej skłonności i zdolności potencjalnych kredytobiorców do jego zaciągania.

Dobrym prawem badacza jest oczywiście zdefiniowanie obszaru i zakresu badań (w tym przypadku jego ograniczenie do wybranych aspektów instytucjonalnej charakterystyki sektora bankowego oraz polityki kredytowej), a także rozstrzygnięcie pojawiających się dylematów terminologicznych (jak to miało miejsce m. in. również w r. 3) i metodologicznych. Ograniczenia z tym związane są oczywistym elementem przygotowania każdej pracy naukowej. W związku z tym uwagi powyższe należy potraktować raczej jako zachętę do dalszych badań aniżeli uwagę krytyczną odnoszącą się bezpośrednio do pracy. Warto w tym kontekście sparafrazować metaforę autorstwa K. Poppera, jednego z najwybitniejszych metodologów nauki. Badacz przypomina człowieka wchodzącego do ciemnego pokoju, z tą różnicą, że nigdy nie jest w stanie oświetlić go jednym pstryknięciem uruchamiającym oświetlenie. Dysponuje jedynie reflektorem, którym może wyodrębnić z mroku pewien fragment rzeczywistości.

W kontekście rozważań z rozdziału 3 (zwłaszcza podrozdziału 3.2.) i rys. 2 można sformułować np. następujące pytania. Czy polityka kredytowa reaguje na zmiany w obecnej i

oczekiwanej wycenie aktywów? Czy nieadekwatność (względem cech strukturalnych i występujących szoków) stopy procentowej banku centralnego jest zjawiskiem sprzyjającym miękkiemu finansowaniu?

W rozdziale 4 przeprowadzono mikroekonomiczną analizę narastania baniek cenowych. Podzielałam pogląd Autora, że wyjaśnianie baniek cenowych, a szerzej cyklu boom and bust chciwością, co często czyni się w dyskusjach potocznych i pozaekonomicznych nie jest wartościowe w sensie naukowym. W związku z tym mgr Krystian Nowakowski proponuje analizę o charakterze mikroekonomicznym i instytucjonalnym.

Autor rozpoczyna od próby zdefiniowania bańki cenowej i natrafia na trudności typowe dla całej literatury z tego zakresu. Zazwyczaj bańkę cenową definiuje się (i tak czyni Autor dysertacji) uwzględniając odchylenie od siebie dwóch wielkości: ceny bieżącej i ceny obrazującej „rzeczywistą wartość”, np. ceny wynikającej z oddziaływania czynników fundamentalnych. Niestety na gruncie teoretycznym określenie czym jest owa „rzeczywista wartość”, czy też „wartość fundamentalna” natrafia na pewne trudności, nie mówiąc już o próbach zoperacjonalizowania tych pojęć na potrzeby badań.

Warto w tym kontekście uwzględnić zwłaszcza fakt, że w rzeczywistości każda bieżąca rynkowa wycena (zwłaszcza na rynku aktywów finansowych) krótkookresowo jest przede wszystkim zależna od czynników niefundamentalnych tj. każda obserwowana cena rynkowa będzie odchyłała się od wartości fundamentalnej. Przykładowo w przypadku kursu walutowego szacuje się jego poziom fundamentalny posługując się kilkoma metodami (i uzyskując w ten sposób odmiennie wyniki). Typowym zjawiskiem jest jednak to, że bieżący rynkowy kurs walutowy odchyła się od jego szacowanych poziomów fundamentalnych. Powyższe wątpliwości nie obarczają jednak Autora pracy – są raczej typowe dla całego nurtu badań i relatywnie mniej dostrzegalne w przypadku aktywów rzeczowych, jakimi są nieruchomości, gdzie rola czynników krótkookresowych jest mniejsza. Warto wspomnieć, że problemy związane ze zdefiniowaniem, a w konsekwencji z identyfikacją baniek cenowych były jedną z przyczyn, dla których do roku 2008 przeważały opinie mówiące, że bank centralny nie powinien interweniować w przypadku wzrostu cen na rynku aktywów. Problem nie jest rozstrzygnięty do chwili obecnej, pomimo generalnej zmiany w poglądach na rolę banku centralnego w stabilizowaniu systemu finansowego (patrz kwestia ewentualnych pośrednich skutków polityki luzowania ilościowego dla rynku aktywów).

W obszernym (liczącym ponad 100 stron!) rozdziale 5 przeprowadzono szczegółową opisową analizę narastania baniek cenowych na rynku nieruchomości mieszkaniowych w 3 krajach: Polsce, USA i Hiszpanii. Rozdział ten jest najlepszą częścią pracy. Autor

kompetentnie, z dużym znawstwem przedmiotu analizy, ukazuje warunki w jakich banki cenowe narastały, ze szczególnym uwzględnieniem rozwiązań instytucjonalnych oraz polityki kredytowej banków komercyjnych, dochodząc do wartościowych wniosków. Te trzy studia przypadku pozwalają na poddanie testowi empirycznemu hipotez pracy. W rezultacie Autor nie znalazł dowodów pozwalających na falsyfikację stwierdzenia, że bańka cenowa na rynku nieruchomości mieszkaniowych możliwa jest jedynie w sytuacji miękkiego finansowania, wobec tego sformułowana hipoteza badawcza może być podtrzymana.

Autor deklaruje, że jego celem w rozdziale 6 jest „prognoza potencjalnych zmian w polskim systemie finansowania nieruchomości” oraz rozdział „zawiera ocenę wpływu tych zmian na proces tworzenia się bańki cenowej na tym rynku”. Rozdział jest kompetentnie napisany, poprawny merytorycznie ale mam wątpliwość (pomijając kwestie metodyczne tj. metod tej prognozy) na ile rozważania te mają znaczenie z punktu widzenia celów i hipotez rozprawy, tym bardziej, że rozdział powtarza liczne treści z wcześniejszych części pracy, a konkluzje są zasadniczo zgodne z pracami G. Głównki.

W Zakończeniu Autor odniósł się do tej pracy oraz sformułował wartościowe wnioski. Te ostatnie zostały przedstawione klarownie w 24 punktach.

Bibliografia liczy 185 pozycji literaturowych, w większości kluczowych dla problematyki będącej przedmiotem zainteresowania w pracy i w znacznym stopniu oddających aktualny stan badań w tym zakresie. Dobór literatury przedmiotu uznać należy zatem za trafny – z jednym jednak zastrzeżeniem. Nieco zaskakujące jest pominięcie ogromnego nurtu badań – co prawda o charakterze głównie makroekonomicznym – to jednak znaczącego dla kwestii narastania bankiem cenowych, a w konsekwencji także badań nad przyczynami baniek cenowych w USA, strefie euro (w tym w Hiszpanii) i w krajach doganiających (w tym w Polsce). Odniosłem się do tej kwestii także poniżej w części poświęconej uwagom i polemikom.

4. Uwagi szczegółowe i sugestie dalszych badań

- A. Jak podkreślono na wstępie recenzji podjęty temat jest przedmiotem licznych koncepcji teoretycznych, badań empirycznych, dyskusji i polemik. Niestety w recenzowanej rozprawie nie znajduje to żadnego odzwierciedlenia. W pracy naukowej należałoby oczekiwać, że Autor ustosunkuje się do tych dyskusji lub przynajmniej wskaże na ich występowanie. Np. kiedy mowa o kredycie i polityce kredytowej banków to otwiera się potężny nurt dyskusji (akcelerator finansowy,

koncepcja Minskiego, badania nad faktami stylizowanymi cyklu kredytowego i jego determinantami, kwestia płynności globalnej i globalnej nadwyżki oszczędności, problem nieadekwatności stopy procentowej, kwestia konwergencji realnej i jej skutków dla podaży kredytu oraz cen nieruchomości – żeby wymienić tylko niektóre). W Polskiej literaturze kwestie te podejmowane były m.in. w pracach A. Sławińskiego, L. Pawłowicza, C. Wójcika, M. Lubińskiego. Badacz ma oczywiście prawo (a nawet powinność) wyboru własnej ścieżki rozważań teoretycznych i badań empirycznych – zawsze to jednak powinno odbywać się w kontekście istniejącej literatury przedmiotu. To jedyna poważniejsza słabość dysertacji magistra Krystiana Nowakowskiego.

B. Praca generalnie jest dobrze przygotowana redakcyjnie. Zarówno z punktu widzenia językowego, jak i technicznego należy ocenić ją wysoko. Podkreślić warto zwłaszcza klarowność wypowiedzi. Z obowiązku recenzenta muszę jednak wspomnieć o kilku drobnych uchybieniach:

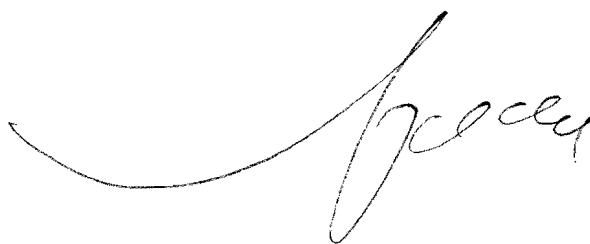
- na rys. 2 prawdopodobnie jest błąd techniczny (brak strzałki?), gdyż w przeciwnym wypadku nie jest jasne w jakim sensie kredyt jest częścią sektora realnego,
- ostatni wers na s. 179 – powinno być inflacji a nie cen (w 2005 deflacja w Polsce była trudno wyobrażalna i na pewno nie mogła być częścią oczekiwań inflacyjnych),
- kilkakrotnie Autor pisze „ilość” zamiast „liczba” dla wielkości policzalnych, np. s. 205
- rysunek 17 na s. 182 nie jest prawidłowo opisany np. brakuje informacji o jednostkach na osi Y,
- część rysunków (ze względu na zastosowanie odcieni szarości) jest nieczytelna np. rys. 29, s. 212,
- błędny opis pozycji literaturowej, przypis 311 na s. 155
- błędny tytuł tabeli 5 na s. 245, gdyż jak wynika z tekstu dotyczy ona finansowania kredytów listami zastawnymi,
- teza dotycząca dobrego dokapitalizowania banków w Polsce na s. 253 nie jest odniesiona do żadnego okresu czasowego, co jest problemem, gdyż uwzględnienie bezpośredniego kontekstu (Autor wspomina wcześniej o początku transformacji, a zatem początku lat 90) powoduje że nie jest ona prawdziwa.

- C. Trzy przedstawione studia przypadku (Polska, USA i Hiszpania) są wartościowe z punktu widzenia dowodzenia hipotezy głównej dysertacji. Tym samym Autor zrealizował cel pracy. Warto jednak zastanowić się w przyszłości nad kolejnym wyzwaniem badawczym, jakim byłoby zwiększenie próby badawczej i dokonanie obszerniejszych badań przekrojowych.

5. Konkluzja

Podsumowując można stwierdzić, że praca doktorska pana Krystiana Nowakowskiego bardzo dobrze wpisuje się w aktualny stan badań nad mechanizmami baniek cenowych na rynku nieruchomości, wnosząc wartościowy wkład do rozumienia związków między miękkim finansowaniem a nadzwyczajnym wzrostem cen aktywów. W pracy wskazano na wartościowy i aktualny problem badawczy oraz rozwiązano go. Recenzowana praca wskazuje również na umiejętność prowadzenia samodzielnych badań naukowych oraz jest także świadectwem opanowania przez Autora pogłębionej wiedzy specjalistycznej z zakresu finansowania nieruchomości mieszkaniowych. Dysertacja stanowi wobec tego samodzielne rozwiązanie przez Autora problemu naukowego i wykazuje jego wiedzę z zakresu dyscypliny ekonomia.

Przedstawiona do recenzji praca doktorska pt. „Miękkie finansowanie jako determinanta powstawania baniek cenowych na rynku nieruchomości mieszkaniowych” przygotowana przez magistra Krystiana Nowakowskiego spełnia wymagania stawiane rozprawom doktorskim i wnoszę o dopuszczenie jej do publicznej obrony.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'K. Nowakowski', is positioned in the lower right area of the page.