Prof. dr hab. Leszek Jasiński
Wydział Zarządzania
Politechnika Warszawska

Recenzja pracy doktorskiej mgr Kamila Bubiłka

„Czynniki kształtujące spready stóp procentowych między kredytami a depozytami w Polsce na tle Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych"

Autor recenzowanej pracy postawił sobie następujące, trójczłonowe zadanie badawcze. Można mu nadać postać pytań. Co decyduje o kształtowaniu się spreadów w systemach bankowych trzech krajów objętych analizą? Czy wchodzą w grę czynniki względem banków komercyjnych wewnętrzne czy zewnętrzne? Jak zmienia się relatywne znaczenie tych czynników w miarę upływu czasu?

Wypada zacząć od tego, że cel badawczy został przez autora wyrażony w sposób precyzyjny. Nie zawsze zdarza się to doktorantom. Po zastosowaniu pogłębionej analizy teoretycznej, a zwłaszcza analizy empirycznej, cel został zrealizowany. Nie oznacza to, że tematyka omawiana w rozprawie doktorskiej została ostatecznie zamknięta. Przeciwnie, kształtowanie się spreadów, chociaż właśnie rzucono na nie niemało nowego światła, można badać z pozycji naukowych w dalszym ciągu.

Zgadzam się z zawartym w pracy stwierdzeniem, że literatura omawiająca problem wielkości spreadów nie jest duża. Szczególnie gdy chodzi o publikacje wyników empirycznych jest to uwaga słuszna w odniesieniu do Polski, ale także w stosunku do Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Rozważań teoretycznych o wielkości spreadów także nie ma wiele. Inne elementy bankowości doczekały się opracowań bez porównania liczniejszych. Oznacza to, że na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego nie powstała jeszcze jedna praca na dobrze już

rozpracowany temat. Na odwrót, recenzowana praca nie jest, bo nie może być, powieleniem istniejących już tez i schematów. Oryginalność doktoratu zawsze dobrze o nim świadczy.

Podzielam także opinię autora, że w odniesieniu do postawionego tematu bardziej niż ekonometria przydatna jest, posłużę się wyrażeniem zaczerpniętym ze strony 8, „ocena istotności i udziału poszczególnych czynników". To nieco złożone sformułowanie odbieram jako ekwiwalent poszukiwania istoty problemu. W pracy znajdują się natomiast elementy ekonometrii, ważniejsze od nich jest jednak zastosowanie metod tradycyjnych.

Praca składa się z trzech obszernych rozdziałów. Są one poświęcone kolejno pojęciu i kształtowaniu się - w świetle teorii - spreadów stóp procentowych, następnie organizacji systemów bankowych w Polsce, Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych, w szczególności działaniu w tych państwach finansowych instytucji nadzorczych, oraz na koniec wskazanym w tytule rozprawy czynnikom decydującym o rozmiarach spreadów w wybranych krajach. Końcowy, obszerny fragment pracy stanowi materiał empiryczny opatrzony odpowiednim komentarzem. Całość zamyka spis literatury, której dobór określam jako prawidłowy.

Przedłożona do recenzji praca jest ciekawa i generalnie zasługuje na akceptację. Pozwolę sobie przedstawić kilka uwag dotyczących jej wybranych komponentów. Nie w każdym przypadku widzę problemy rynku finansowego dokładnie tak samo, jak zostały one skomentowane w tekście. Nie zmienia to ogólnej oceny rozprawy doktorskiej.

Uważam za właściwe wskazanie przez autora trzech głównych grup czynników oddziałujących na spready. Jest to wiodący element teoretyczny pracy doktorskiej, tworzący ramy dla bardziej szczegółowej analizy sytuacji na odcinku stóp procentowych. Trzema zespołami czynników są stopy procentowe banku centralnego, czynniki rynkowe i polityka fiskalna. Szczególnie istotna wydaje się

być grupa druga, na którą składa się znaczna liczba różnych determinant i okoliczności występujących na rynku depozytowo-kredytowym.

Szczególnie ważny wydaje się być wywód zamieszczony na stronie 155. Jest tam opisany wynik analizy regresji zależności spreadu od zestawu wskaźników, które dają się potraktować jako przyczyny kształtujące opisywany skutek. Dlaczego autor nie nazwał tego fragmentu pracy analizą ekonometryczną? Dlaczego nie padają tu wyrażenia w rodzaju: czynniki oddziałujące, zmienne objaśniające lub okoliczności współdecydujące?

Dobór wskaźników jest przekonujący, ale nie do końca. Relacja aktywów pięciu największych banków do aktywów wszystkich banków znalazła się w tym miejscu nieprzypadkowo. Obecność tego wskaźnika jest przekonująca, chociaż można dyskutować, dlaczego banków jest pięć, a nie, na przykład, trzy lub sześć. Struktura systemu bankowego jest odmienna w różnych krajach. Następny wskaźnik, udział funduszy własnych w pasywach, podobnie jak relacja udzielonych kredytów do aktywów, jest także zrozumiały. Współczynnik adekwatności kapitałowej, a tym bardziej stopa wzrostu PKB, są okolicznościami ważącymi na spreadzie w stopniu, chyba, dużo mniejszym. Do takiego wniosku skłania mnie teoria ekonomiczna.

Przydałby się tu miernik struktury podaży kredytu, pokazujący jak duże są, średnio biorąc, udziały największych podmiotów bankowych w rynku. Może byłby on w tej roli lepszy niż wskaźnik opisujący pięć największych banków. Zmodyfikowany miernik stanowiłby ilustrację jak bardzo poszczególne banki są skrępowane obecnością konkurencji. Znajduje to przecież przełożenie na kształtowanie się stóp kredytowych i depozytowych, a tym samym na różnice między nimi.

Wyobrażalne jest także sięgnięcie po pojęcie: rozmiary dostępnego w gospodarce kapitału. Z pewnością odciskają się one na spreadzie. Trudniej jest jednak statystycznie ukazać jak relatywnie duże rozmiary przyjmuje w danym kraju kapitał bankowy.

Pozytywnie oceniam też wskazanie silnej tendencji do zmian spreadu w wyniku zmian bezwzględnego poziomu stóp procentowych. Na kolejnych stronach pracy pojawia się wreszcie relatywny poziom kredytów w sytuacji nieregularnej. Został on nazwany niezbyt precyzyjnie. Ten ważny czynnik zasługuje na wyeksponowanie.

Na stronie 155 znajdujemy rezultaty badania empirycznego: hierarchii istotności czynników w przypadku Polski. Znajdujemy tu regresję liniową z wykorzystaniem jednej zmiennej. Dlaczego obok niej nie znalazła się analiza z wykorzystaniem kilku zmiennych jednocześnie? Wbrew moim oczekiwaniom oszacowane parametry okazują się w stosunku do siebie zbliżone. Jest to wartościowy i szczególnie istotny rezultat, relatywizujący ustalenia teoretyczne. Wypada zauważyć, że poziom współczynników determinacji nie jest wysoki, co pozwala postawić tezę, że czynników oddziałujących na spready jest więcej niż zostało to uwzględnione w analizie regresji.

W badaniu spreadów pojawiają się na kartach pracy także parametry ekonomiczne inne niż wyżej wymienione. Przekonująca jest analiza postawionego problemu odniesiona do różnych rodzajów kosztów funkcjonowania banków. Czytelnik szuka w tym punkcie wskazówki, który rodzaj kosztów najbardziej waży na spreadach. Mniejsze znaczenie ma natomiast, moim zdaniem, wprowadzenie do badania agregatu monetarnego M3, stopy bezrobocia, stopy inflacji, a nawet długookresowych stóp procentowych. Domyślam się, że autor postanowił spożytkować wiele, dobrze opisanych statystycznie zmiennych wyrażających stan gospodarki. Każda z nich może się okazać ważna, zwłaszcza w świetle badania empirycznego.

Zadam w tym momencie pytanie dodatkowe: dlaczego do pracy została wprowadzona jako czynnik oddziałujący na spready podaż pieniądza M3, a nie podaż M1? Jeden i drugi parametr jest obserwowany statystycznie. Osobiście uważam, że podaż M1 byłaby w tej roli dogodniejsza, gdyż jest to pieniądz *stand-by*, swego rodzaju monetarne *prêt-à-porter* - masa środków zdolna do

niezwłocznego wykorzystania w celach płatniczych. Nie można tego powiedzieć o podaży M3, której fragmentem jest tak zwany quasi-pieniądz, zespół środków w pewnym sensie zamrożonych.

Wśród czynników istotnych dla rozpiętości między bieżącymi stopami procentowymi, używanymi do operacji depozytowych i kredytowych, znalazły się również stopy procentowe długookresowe. Pytanie teraz zatem brzmi: jak pewne stopy oddziałują na inne stopy? Autor odwołuje się do dziesięcioletnich obligacji rządowych i ich oprocentowania. Taka wielkość ekonomiczna jest powszechnie uważana za wskaźnik wysuniętych daleko w przyszłość oczekiwań inflacyjnych, a także za wyraz przekonania, na ile rynek finansowy okaże się perspektywicznie stabilny. Mam wrażenie, że z punktu widzenia celu pracy doktorskiej jest to czynnik o ograniczonym znaczeniu. Znalazł się obok innych okoliczności sprzyjających zmianom spreadów, chociaż w świetle wywodów teoretycznych autora nie jawi się jako ważna przyczyna sprawcza.

Wprowadzenie do analizy współczynnika adekwatności kapitałowej, co ma miejsce na stronie 138, otwiera dodatkową perspektywę w poszukiwaniach przyczyn kształtowania się różnic między podstawowymi stopami procentowymi. Czytelnik może zadać sobie pytanie: czy współczynnik ten został przywołany w tej pracy w sposób uzasadniony? W pierwszej chwili może się bowiem wydawać, że pojawił się wątek zbędny.

Autor zauważa, że współczynnik obrazuje bezpieczeństwo wkładów i z pewnością ma rację. W jaki jednak sposób przekłada się on na spread? Możliwe wydaje się rozumowanie następujące. Słabszy współczynnik adekwatności oznacza dla banku potencjalne kłopoty, nawet duże. Aby im zaradzić, warto jest, metodami dla klienta niekorzystnymi, zadbać o rentowność, do czego prowadzi operowanie spreadem. Podejście takie ma sens ekonomiczny, chociaż może budzić zastrzeżenia pozaekonomiczne, wśród nich etyczne.

Za istotny fragment pracy uważam opis charakteru rynku finansowego ze strony 141. Rozbieżność stóp depozytowych i kredytowych uważam za rzecz

wartą rozpatrzenia również od strony stanu konkurencji. Przedstawiając zjawisko konkurencji autor trafnie zauważa, że w przypadku bankowości jest ona na tle innych sektorów gospodarczych specyficzna. Nie kwestionuję tego opisu, uważam tylko, że powinien on zostać rozbudowany. Twierdzę bowiem, że intensywność konkurencji jest istotnym, może kluczowym czynnikiem przesądzającym o poziomie różnicy między stopami procentowymi. Konkurencyjność rynku finansowego nie została w rozprawie w pełni wyeksponowana. Powinna stać się przedmiotem dalszych badań.

Dołączę jeszcze uwagę szczegółową: chociaż pewnych barier wejścia, obecnych w innych branżach gospodarki, w bankowości nie ma, z punktu widzenia swobody podejmowania działalności jest to sektor generalnie trudny. Tak zresztą być powinno. O barierach wejścia, które w pracy uznaje się za nieduże, czytamy na stronie 141.

Innym nie w pełni rozwiniętym wątkiem tej pracy jest kwestia obciążeń fiskalnych banków. Na ten temat znajdujemy wypowiedź na stronach 145-147. Jestem zdania, że najgroźniejszym elementem związku między polityką fiskalną a spreadami jest to, że zbyt duże podatki - jak dzieje się to niemal w całej gospodarce - przerzuca się na ceny. Ograniczeniem dla takiej praktyki jest głównie struktura rynku i charakter popytu. W odniesieniu do banków oznacza to, między innymi, odpowiednie, korzystne dla banków - dla jego klientów dogodne już niekoniecznie - kształtowanie się spreadów. Przedstawiona analiza wpływu polityki fiskalnej wydaje się zasadniczo przekonująca. Wskazany potencjalny związek dwóch zdarzeń ekonomicznych zasługuje na większą uwagę. Ponownie sygnalizuję autorowi pracy doktorskiej temat do ewentualnych nowych publikacji.

Zaznaczę jeszcze, że opisany schemat analityczny został wykorzystany w odniesieniu do Polski, Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych. Siła oddziaływania poszczególnych czynników na spready jest w Polsce, USA i Wielkiej Brytanii odmienna. Również tu pojawiły się elementy niespodziewane. Takim jest występujący na czołowym miejscu podatek korporacyjny w Wielkiej

Brytanii. Zaraz za podatkiem pojawia się - znowu było to dla mnie zaskoczeniem - pozycja *inne koszty*. Opis sytuacji w Stanach Zjednoczonych jest mniej pozbawiony elementów nieoczekiwanych niż w przypadku ich kuzynów z drugiej strony Atlantyku.

Zastanawiając się dlaczego spready bywają duże wskażę jeszcze jeden czynnik sprawczy. Istnieje pewien delikatny, nieporuszony przez autora pracy, aspekt omawianego problemu. Wiele rzeczy robi się w życiu, nie tylko w życiu gospodarczym, ponieważ czynią tak inni. Podmioty gospodarcze nie tyle wzajemnie siebie naśladują, co obawiają się działać w odmienny sposób. Nie dzieje się tak w przypadku wszystkich działań na rynkach finansowych. W odniesieniu do działań ogólnogospodarczych, w szczególności cenowych, ma to jednak miejsce często. Stopy procentowe i zachodzące między nimi relacje można interpretować jako odpowiedniki cen i związków cenowych.

Jestem zdania, że ta prosta zasada działa również na obszarze rozpatrywanym w pracy. Zazwyczaj w danym banku spread jest taki sam lub podobny jak w banku innym. Zjawisko to ma nie tyle podstawy psychologiczne, w dużym stopniu decyduje ekonomia. Kształtowanie różnicy między stopami depozytową i kredytową na poziomie wysokim odpowiada interesom banków, zwłaszcza rozumianym doraźnie. Na dłuższą metę tak być już nie musi. Powstaje pytanie, dlaczego banki nie natrafiają na przeszkody w stosowaniu w trwały sposób rozwiązań dogodnych jedynie dla siebie?

Jestem zdania, że w rozprawie na temat spreadów powinno się poświęcić więcej miejsca opisowi rynku finansowego i głównym obecnym na nim podmiotom. Kto na rynku jest silny i jak dzięki temu może traktować swoich klientów? Jakie alternatywy stoją przed osobami fizycznymi i przedsiębiorstwami dokonujących lokat i szukających kredytów? Sugerowane przesunięcie akcentów mogłoby nastąpić nawet przy jednoczesnym pomniejszeniu obecnego w pracy opisu instytucji nadzorujących system bankowy. Zajmuje on stosunkowo dużo miejsca. Chyba zbyt dużo. Z punktu widzenia instytucji nadzorczych sprawą do

załatwienia numer jeden, czy nawet zagadnieniem numer dwa, nie jest kwestia spreadów.

Myślę wreszcie, że spread zależy także, jak przekonuje autor rozprawy, od ogólnego zaawansowania rozwojowego i sytuacji gospodarczej. Ten wątek analizy czeka na nowe analizy, do których zachęcam autora pracy doktorskiej.

Nie będę ukrywał, że końcowe wnioski badawcze, zamieszczone na ostatnich stronach pracy, odpowiednio wyróżnione i posegregowane, okazały się dla mnie przynajmniej w części niespodzianką. Są to konkluzje poparte badaniem empirycznym, a więc chociaż są nieoczekiwane, trudno je kwestionować. Mają charakter syntetyczny, pomija się w nich niektóre wcześniejsze ustalenia. Jako czynnik silnie oddziałujący na spready został przedstawiony na miejscu pierwszym, stało się tak w przypadku wszystkich wybranych państw, udział funduszy własnych w pasywach. Tego rezultatu można było się spodziewać. Jako czynnik drugi pojawiła się podaż pieniądza M3. W tym punkcie można mówić o dużym zaskoczeniu.

Pozwolę sobie jeszcze wskazać parę zawartych w pracy sformułowań, jak się wydaje, nie w pełni precyzyjnych. Na stronie 11 pojawia się opinia o nieefektywności sektora bankowego, gdy spread jest wysoki. Sam sektor może takiej sytuacji się nie obawiać, nie stanowi to jego kłopotu. Lepiej byłoby powiedzieć, że jest to przypadek niekorzystny dla gospodarki jako całości. W Polsce, jak zauważa autor, spread pozostaje wysoki. Niekoniecznie świadczy to negatywnie o efektywności sektora bankowego, ale jest utrudnieniem dla gospodarki. Słowo postkeynesiści zostało użyte na stronie 19 w sposób wskazujący, że Milton Friedman był jednym z nich. Na ogół termin ten jest używany na świecie w innym znaczeniu.

Na koniec uczynię jeszcze jedną uwagę. Współcześni doktoranci nierzadko w sposób zwięzły i jednoznaczny deklarują, jakie są stawiane przez nich hipotezy główne. Czyni to także autor recenzowanej pracy na stronie 9, a więc już we wprowadzeniu do pracy. W efekcie pojawiają się trzy hipotezy, tworzące układ

koherentny, ale zbudowany z elementów bardzo ogólnych. Czytelnik odnosi silne wrażenie, że padła w tym miejscu deklaracja, bo paść musiała, chociaż nie było to bardzo potrzebne. O tym, jak kształtują się okoliczności mające wpływ na spready, decyduje wiele przyczyn, działających w różnych krajach z niejednakową siłą. Temat ten został rozwinięty na dziesiątkach stron recenzowanej pracy. Zebranych informacji i ocen nie da się zawrzeć w trzech krótkich zdaniach, a tego niestety oczekuje się dzisiaj od autorów rozpraw doktorskich. Powstaje w ten sposób komponent niepotrzebny, za co nie należy winić doktoranta, ani uczelni, ale istniejący system doktoryzowania.

Generalnie jest to praca bez pojedynczej, prostej konkluzji. I bardzo dobrze. Nie tego należy wymagać od osoby przygotowującej analizę zagadnienia złożonego, wymykającego się ocenom jednoznacznym.

Przedstawiona praca stała się, jeszcze przed obroną, przedmiotem dyskusji, a nawet pewnej kontrowersji. Wskazanie czynników decydujących o rozmiarach spreadu, a ten temat zdominował dyskusję, jest bowiem zadaniem nieprostym. Wydaje się, że dla potrzeb tej kontrowersji można powiedzieć, że jako czynniki należy widzieć wskazane niżej trzy okoliczności.

Jak przedstawia się relacja między spreadem a dochodowością banków, zwłaszcza dochodowością ich podstawowej działalności, jaką są operacje depozytowo-kredytowe? Jak kształtuje się relacja między spreadem a przychodowością banków, a więc już nie poziom ich dochodów, ale przychodów? Od czego wreszcie zależą obie stopy procentowe wytyczające spread, a więc określające jego długość? W trzecim pytaniu chodzi nam już nie o rozpiętość stóp, ale o ich poziom bezwzględny.

Na te trzy pytania istnieją trzy różne odpowiedzi. W każdym przypadku nie są one proste i jednoznaczne. Autor pracy badał generalnie trzy zespoły czynników: stopy procentowe banku centralnego, czynniki rynkowe i polityka fiskalna. Pierwszy z tych elementów wykazuje niejednoznaczny związek z wielkością spreadów. Uważam za szczególnie cenne uwzględnienie czynników rynkowych,

wśród których dostrzegam przede wszystkim strukturę rynku i nasilenie na nim konkurencji. Właściwe jest ukazanie ograniczonego, a więc niewielkiego związku spreadów z ogólną dochodowością podmiotów ekonomicznych. Uwaga ta ma duże znaczenie praktyczne.

W zakończeniu recenzji wypada mi powiedzieć ponownie, że akceptuję przedstawiony materiał. Czynię to z zadowoleniem. Powstała praca przekonująca z punktu widzenia sposobu postawienia problemu, kompozycji tekstu, doboru literatury, wskazania argumentów przemawiających za formułowanymi tezami oraz dowodząca ogólnej orientacji autora w wybranej przez siebie problematyce. Praca poważnie zwiększa stan wiedzy na temat wskazany w tytule pracy. Została napisana zgodnie z zasadami przyjętymi w stosunku do prac doktorskich w Polsce. Jednocześnie autor udokumentował posiadanie dostatecznej ogólnej wiedzy ekonomicznej, a także umiejętność odnajdywania i posługiwania się materiałem statystycznym. Tej korzystnej i jednoznacznej opinii nie zmieniają szczegółowe uwagi dotyczące wybranych składników tekstu.

Mając to wszystko na uwadze jestem zdania, że rozprawa zasługuje na ocenę pozytywną i wnioskuję z przekonaniem o jej dopuszczenie do publicznej obrony na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.

5 maja 2022 r.

Leszek Jasiński