

Warszawa, 23 kwiecień 2019 r

Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Marcina Palenika p.t.

## **Zjawisko ujemnej stopy dyskontowej w wyborach międzyokresowych**

### **1. Znaczenie wybranego przez doktoranta tematu badawczego**

Jednym z głównych przedmiotów rozważań teorii ekonomii i badań empirycznych jest z natury rzeczy wpływ stopy procentowej na gospodarkę. W teorii finansów wysokość stopy procentowej zależy od oczekiwanej średniej wysokości przyszłych krótkoterminowych stóp procentowych i premii za ryzyko.

Teoria ekonomii zakłada wpływ preferencji czasowych na decyzje uczestników życia gospodarczego, tym niemniej przyjmuje występowanie ich średnich wartości przejawiających się pod postacią skłonności do inwestowania lub skłonności do konsumpcji. Skłonność do inwestowania zależy od różnicy pomiędzy stopą procentową i oczekiwaną stopą zwrotu, przy czym na tę drugą wpływa w dużej mierze niepewność dotycząca przyszłego stanu koniunktury. Badania empiryczne potwierdzają od dawna, że zróżnicowana skłonność do konsumpcji gospodarstw domowych wynika z nierówności dochodowych. Jednym z czynników, które wpływają na międzyokresowe wybory konsumentów mogą być także na przykład obawy utrzymania się danej gospodarce deflacji, o czym pisał Irwing Fisher w 1933 r.

Niewątpliwym osiągnięciem badawczym i wartością dodaną wniesioną przez doktoranta do literatury przedmiotu (zakładam, że recenzowana rozprawa będzie opublikowana) jest wykorzystanie osiągnięć ekonomii behawioralnej oraz wyników jego własnych badań empirycznych do określenia wpływu, jaki na wybory międzyokresowe ma ujemne dyskontowanie, jak ekonomia behawioralna określa naszą skłonność do odraczania zdarzeń korzystnych i przybliżanie w czasie zdarzeń niekorzystnych.

Interdyscyplinarny charakter recenzowanej pracy pozwolił Autorowi przekonująco wykazać potencjalną użyteczność wyników swoich badań w zarządzaniu przedsiębiorstwami, konstruowaniu instrumentów finansowych, a także w polityce pieniężnej i fiskalnej.

## **2. Treść recenzowanej rozprawy**

W rozdziale 1, dotyczącym roli stóp procentowych w gospodarce, doktorant wykazał się rozległą i rzetelną wiedzą z teorii ekonomii, polityki ekonomicznej i historii gospodarczej. Dobre rozumienie przez doktoranta wpływu stóp procentowych na gospodarkę ilustruje to, że adekwatnie przedstawił skomplikowany (z natury rzeczy) mechanizm transmisji polityki pieniężnej i zilustrował go własnym trafnie skonstruowanym schematem. O znajomości najnowszej literatury przez doktoranta świadczą jego rozważania dotyczące sekularnej stagnacji, która może stać w nieodległej przyszłości zjawiskiem charakteryzującym sytuację gospodarczą nie tylko w Japonii, ale także w innych państwach wysoko rozwiniętych. O dobrym rozeznaniu doktoranta w tym, co aktualnie dzieje się w gospodarce globalnej, świadczy to, że zwraca on uwagę na relatywnie mały jeszcze (choć bezprecedensowy w historii gospodarczej) zakres stosowania przez banki ujemnych stóp procentowych - skoro ogranicza się to, jak dotąd, jedynie do ujemnych stóp oprocentowania depozytów banków

komercyjnych w kilku bankach centralnych i oraz stosowania przez banki komercyjne ujemnego (niekiedy) oprocentowania dużych depozytów przedsiębiorstw.

Rozdział 2 rozprawy jest poświęcony ujemnej stopie dyskontowej w wyborach międzyokresowych. W rozdziale tym Autor przedstawia osiągnięcia teoretyczne ekonomii behawioralnej i wyniki własnych badań empirycznych, mówiących między innymi, że pewne przyszłe dochody są silniej dyskontowane niż niepewne. W treści rozdziału autor przedstawia wpływ, jaki na preferencje międzyokresowe konsumentów ma poziom ich dochodów, wielkość majątku, wiek, wykształcenie i inne czynniki. W drugiej części rozdziału doktorant omawia między innymi jak na intensywność i częstotliwość zjawiska ujemnego dyskontowania w wyborach międzyokresowych może wpłynąć pesymizm lub optymizm oczekiwań. W końcowej części rozdziału doktorant analizuje związek pomiędzy stopami procentowymi i dyskontowymi.

W rozdziale 3 autor przedstawia czynniki, które mogą wpłynąć na skalę ujemnej stopy dyskontowej – takie jak przyjemność związana z oczekiwaniem na przyszłe dochody, stres wynikający z oczekiwania na zdarzenia niekorzystne, oraz wpływ, jaki na skłonność do odraczania lub przybliżania zdarzeń korzystnych i niekorzystnych ma poziom prawdopodobieństwa ich wystąpienia.

W rozdziale 4 doktorant omawia dwa teoretyczne punkty odniesienia, które wybrał dla swych badań empirycznych. Jednym jest behawioralna hipoteza cyklu życia Hersha Shefrina i Richarda Thaler, wyjaśniająca przyczyny powodujące, że w wyniku preferowania przez uczestników życia gospodarczego konsumpcji bieżącej wyniki badań empirycznych różnią się od poziomów, które powinny wynikać z hipotezy cyklu życia Franco Modiglianiego i Richarda Brumberga. Drugim, wybranym przez doktoranta, punktem odniesienia dla jego badań empirycznych jest teoria antycypacji George Loewensteina zajmująca się bezpośrednio przyczynami naszej

skłonności do odraczania korzystnych i przybliżania niekorzystnych zdarzeń.

Badania autora miały na celu zidentyfikowanie czynników, które sprzyjają występowaniu ujemnego dyskontowania. Doktorat uwypukla użyteczność uzyskanych wyników nie tylko na poziomie *mikro* (np. w zarządzaniu przedsiębiorstwami), ale także na poziomie *makro*, co dotyczy głównie krajów zamożnych, w których długotrwała stagnacja przyniosła pesymizm oczekiwań dotyczących przyszłej koniunktury.

Wyniki badań doktoranta bardzo dobrze wpisują się między innymi w obecną dyskusję dotyczącą możliwości podtrzymywania wzrostu gospodarczego na drodze trwałego zwiększenia deficytów budżetowych w krajach wysoko rozwiniętych.

Wyniki badań doktoranta i sytuacja w gospodarce Japonii w ostatnich trzech dekadach ilustrują, że oczekiwania tego rodzaju mogą okazać się zbyt optymistyczne. Między innymi właśnie z powodu występowania tych zależności, które analizował w swojej pracy mgr Marcin Palenik, zastosowanie w Japonii bezprecedensowo silnej ekspansji fiskalnej w latach 90. przyniosło zaledwie to, że gospodarka nie wpadła w głęboką i długotrwałą recesję, ale nie wystarczyło, by przezwyciężyć deflację i wrócić na wcześniejszą ścieżkę wzrostu. Równie wymowne, i zgodne kierunkowo z wynikami badań doktoranta, jest to, że gdy japońskie gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa spłaciły już zaciągnięte w latach 80. kredyty hipoteczne, popyt na kredyt nie zwiększył się pomimo zerowych stóp procentowych.

Jeśli spełnią się wyrażane przez wielu ekonomistów obawy, że nie tylko Japonia, ale także pozostałe kraje wysoko rozwinięte będą wchodziły stopniowo w fazę sekularnej stagnacji, to osiągnięcia ekonomii behawioralnej, w tym badań takich, jakie zaprezentował w swojej rozprawie Marcin Palenik, będą coraz bardziej przydatne dla rozumienia przyczyn określonego biegu zdarzeń w gospodarkach poszczególnych krajów.

Badania tego rodzaju mogą okazać się przydatne także bezpośrednio w polityce gospodarczej, np. przy konstruowaniu pakietów fiskalnych – w taki sposób, by miały pożądany wpływ na popyt krajowy.

### **3. Uwagi do treści rozprawy**

Ogólny poziom naukowy pracy doktorskiej mgr. Marcina Palenika uważam za wysoki i nie występują w niej istotne słabości. Tym niemniej, jeśli rozprawa miałaby być opublikowana, na co w pełni zasługuje, zgłaszam w tym miejscu kilka uwag, które warto byłoby rozważyć w trakcie przygotowywania książkowej wersji rozprawy:

- W rozprawie Autor przedstawia mechanizm kreacji pieniądza w sposób, nazbyt podręcznikowy; a w konsekwencji nazbyt uproszony w stosunku do tego jak przebiega w rzeczywistości. Warto zatem przy przygotowywaniu książkowej wersji rozprawy sięgnąć do publikacji banków centralnych<sup>1</sup> lub ekonomistów, którzy specjalizują się ekonomii monetarnej<sup>2</sup>.

- Z treści rozprawy wynika, że doktorant rozumie różnicę pomiędzy stopą dochodowości obligacji i ich oprocentowaniem, ale używanie w pracy obu terminów zamiennie może sprawić, że ci czytelnicy przyszłej książki doktoranta, którzy nie będą dostatecznie zorientowani w tematyce finansowej, mogą uważać, że ujemne stopy dochodowości obligacji oznaczają, że charakteryzuje je ujemne oprocentowanie kuponów. Tymczasem, pomimo ujemnych stóp dochodowości, oprocentowanie kuponów (także w przypadku niemieckich obligacji skarbowych) jest dodatnie.

- Wprawdzie kilku bardzo znanych ekonomistów uważa, że jeżeli tylko udałoby się wyeliminować gotówkę, to ustalenie stóp procentowych na

---

<sup>1</sup> McLeay M., Radia A., Ryland T. (2014). "Money Creation in the Modern Economy", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 1th Quarter.

<sup>2</sup> Goodhart C. A. E. (2009), "The Continuing Muddles of Monetary Theory: A Steadfast Refusal to Face Facts", *Economica* vol. 76, Supplement 1, October, pp. 821-830 (10)

kilkuprocentowym ujemnym poziomie byłoby skuteczną metodą na przezwycięzenie sekularnej stagnacji, ale nie jest to jednak aż tak jednoznaczne, jeśli wziąć pod uwagę, że wpływ stopy procentowej na gospodarkę jest w rzeczywistości mniejszy niż w podejściach modelowych, gdzie jej skuteczność sztucznie zwiększa przyjęcia założenia racjonalnych oczekiwań – eliminującego niepewność dotyczącą oczekiwanej stopy zwrotu.

- W tych częściach pracy, w których Autor odnosi się do LTRO i QE proponowałbym unikać określeń „gotówka” i „środki pieniężne” w odniesieniu do środków płatniczych na rachunkach bieżących banków komercyjnych w banku centralnym i pisać o  *płynnych rezerwach* banków komercyjnych.

#### **4. Przydatność zaprezentowanych w rozprawie wyników badań**

W treści pracy Autor wskazał na szereg użytecznych zastosowań uzyskanych wyników badań w zarządzaniu przedsiębiorstwami i przy konstruowaniu instrumentów finansowych. Uważam jednak, że bardzo dobra znajomość i rozumienie makroekonomii przez doktoranta tworzy dla niego bardzo ciekawe pole badań dotyczących polityki fiskalnej, zwłaszcza w okresie, gdy ze względu na wspomniane wcześniej stopniowe wchodzenie krajów wysoko rozwiniętych w fazę sekularnej stagnacji lub trwałego spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego relatywnie coraz większy wpływ na decyzje np. konsumentów zaczną mieć nie tylko stopy procentowe, które mogą zostać na długo (jak stało się to już w Japonii) „unieruchomione” na ich nominalnie zerowym poziomie, lecz analizowane przez doktoranta stopy dyskontowania przez uczestników życia gospodarczego przyszłych korzystnych i niekorzystnych dla nich zdarzeń. Te zaś mogą istotnie wpływać na skuteczność polityki fiskalnej. Dlatego

myślę, że szersze włączenie analiz makroekonomicznych mogłoby być jednym z przyszłościowych kierunków badań doktoranta.

## **5. Konkluzja**

Biorąc wszystko powyższe pod uwagę, stwierdzam, że rozprawa Pana Marcina Palenika spełnia wszystkie wymogi stawiane pracom doktorskim. Opowiadam się zatem za dopuszczeniem do jej publicznej obrony.

Ze względu zaś na to, że recenzowana rozprawa jest autentycznym osiągnięciem naukowym, wnoszącym nową wartość do literatury przedmiotu, zgłaszam wniosek, by została wyróżniona i opublikowana.



prof. dr hab. Andrzej Sławiński  
SGH, Katedra Ekonomii Ilościowej