Prof. dr hab. Andrzej Sopoćko
Instytut Nauk Ekonomicznych PAN

15 listopada 2013

Ocena

Pracy doktorskiej Jacka Stąpały „Koniunktura giełdowa a koniunktura gospodarcza w Polsce w latach 1998-2011"

1. Przedmiot i tytuł rozprawy

Autor zajmuje się w pracy standardowym problemem relacji miedzy dynamiką cen papierów wartościowych, a wzrostem gospodarczym. Nie jest to więc nowe zagadnienie, należy jednak do kluczowych problemów ekonomii i dlatego warte jest podejmowania w kolejnych pracach naukowych. Tym bardziej, że system finansowy, stanowiąc coraz ważniejszą i coraz większą cześć gospodarki, przechodzi intensywne przemiany jakościowe, jak skokowy rozwój rynku pochodnych, wzrost rozmiarów „wędrującego kapitału", postęp w algorytmizacji i automatyzacji decyzji inwestycyjnych. Nic wiec w tej sprawie nie może być powiedziane raz na zawsze.

W tej dziedzinie powiedziano wiele, dużo wszakże można jeszcze dodać, analizując dokonujące się zmiany oraz stosując nowe metody badawcze. W tym kontekście zaskakuje jednak stwierdzenie autora (s.5): „nie spotkałem dotychczas publikacji, w których bada się współbieżność mierników gospodarczych względem indeksu giełdowego". Wskazywałoby to, że autor nie przestudiował właściwej literatury. Mało, że ten problem badano wielokrotnie, to powstała znaczna ilość modeli koniunktory, w której mierniki ogólnoekonomiczne (przyrost produkcji przemysłowej, deficyt obrotów bieżących) są istotnymi zmiennymi niezależnym. Stwierdzenie Autora dziwi tym bardziej, że jeśli chodzi o pozostałą literaturę poświęcona cyklom koniunkturalnym, jego studia wydają się być wystarczającymi.

Ustosunkowują się do samego tytuł rozprawy tytuł rozprawy, wątpliwości budzi wartość eksploatacyjna zastosowanego sformułowania. Temat: „ Koniunktura giełdowa a koniunktura gospodarcza.." sugeruje proste zestawienia koniunktury w obu obszarach, jakby autor bał się tezy, że istnieje miedzy nimi związek. A jest to przecież oczywiste. Nie jest też jasne, dlaczego Autor przyjął tak nietypowy okres 14 lat. Ani w początkowym, ani w końcowym roku tego okresu nie wydarzyło się nic ważnego, co tłumaczyłoby przyjęcie w badaniach takiego przedziału czasowego. W pracy nie udało się znaleźć w tej sprawie właściwego wytłumaczenia

2. Hipotezy badawcze

Hipoteza główna jest określana rożnie w dwu miejscach. Na s. 5 występuje niezbyt jasno sformułowanie, z którego zaje się wynikać, że niektóre mierniki gospodarcze wyprzedzają

zmiany indeksu giełdowego, ale napisane jest to nie wprost. Pojawia się bowiem słowo „dyskontuje". To zaś pojęcie oznacza dostosowanie obecnych zdarzeń w stosunku do tego, co ma się wydarzyć w przyszłości. Np. rynek finansowy dyskontuje spodziewane zmiany stopy referencyjnej. „Dyskontując" giełda miałaby się dostosowywać do gospodarki w przyszłości, co jest hipotezą raczej nieszczęśliwą. Giełda oczywiście musi być kompatybilna z gospodarką. Teza jednak o dostosowaniu się (zdyskontowaniu) do gospodarki, po pierwsze nie jest prawdziwa, po drugie – oznaczałaby zależność jednostronna, co akurat nie jest intencją pracy

Potem na s.6 pojawia się hipoteza 1 stwierdzająca, że „istnieje związek miedzy koniunkturą gospodarcza a koniunkturą giełdową w Polsce". Nie jest to odkrywcze, co gorsza – wielokrotnie weryfikowanie. Dotyczy to także hipotezy 2 „"mierniki gospodarcze mogą zostać wykorzystane dla diagnozowania koniunktury giełdowej". One są wykorzystywane.

W sumie sformułowanie tez nie da się zaliczyć do sukcesów autora. Uczynił je zbyt ogólnymi. Praca jest bardziej konkretna. Na miejscu autora piszący tę ocenę proponowałby dwie tezy, z kto rej jedna brzmiałaby „istnieje grupa wskaźników rynku finansowego wskazująca kierunek koniunktury gospodarczej" oraz „istnieje grupa wskaźników gospodarczych wskazujących kierunek koniunktury giełdowej". Badania empiryczne, przeprowadzone w pracy, wydają się, w sposób dostatecznie wyrazisty, wskazywać ten właśnie kierunek przeprowadzonej analizy. A wydaje się ona znaczącą wartością dysertacji, użyteczną dla nauki o polskich finansach,.

3. Metoda pracy

Poza analizą o charakterze literaturowym, autora bada szeregi statystyczne odpowiednich wskaźników posługując się dwoma rodzajami prezentacji graficznej: zwykłymi wykresami oraz przyjmującymi w postać „zegara koniunktury". Pisze też o zastosowaniu metody ARIMA, tyle że w tekście pracy nie widać, ani gdzie, ani jak ją stosowano. Np. brak estymacji (autor tego nie przedstawia) parametru autoregresji i innych. Można tylko wierzyć autorowi, że użyto ją dla „...uzyskania(e) szeregów czasowych, pozbawionych wartości ekstremalnych i sezonowości". Autor widocznie uznał, że same wyliczenia nie są interesujące dla czytelników i recenzentów i ich po prostu nie zamieścił. Ponieważ nie jest to prosta metoda, warto zamieścić gdzieś obliczenia, przynajmniej w aneksie. Pozwoliłoby to przynajmniej „wystawić się na kontrolę", niezależnie od tego, czy komukolwiek będzie się chciało weryfikować wyniki.

Natomiast sam fakt prowadzenia analizy w oparciu o wygładzone szeregi należy ocenić pozytywnie, ponieważ w ten sposób unika się zjawisk zakłócających, prowadzących do mylnych wniosków o skorelowaniu, bądź nie skorelowaniu odpowiednich zdarzeń. Paradoksalnie – spreparowane dane lepiej oddają rzeczywistość od danych rzeczywistych. Z takim problemem maja do czynienia np. naukowcy z CERN, gdzie wyniki pozyskane w pułapkach magnetycznych akceleratora musza być odfiltrowane z przypadkowych zakłóceń, np. panującej na zewnątrz wichury czy skutków przyjeżdzającego nad nim pociągu TGV.

4. Układ pracy

Z sześciu rozdziałów pracy, cztery i pół ma charakter literaturowy. Właściwa analiza przeprowadzona jest w rozdziale szóstym, stanowiącym równo połowę pracy. Tak proporcja tzw. części teoretycznej to empirycznej nie budzi za strzeżeń, przynajmniej w przypadku tej właśnie problematyki.

W rozdziale pierwszym autor sięga do literatury na temat cykli koniunkturalnych. Prezentacje tego przeglądu można uznać za udana, razi jednak przyjęta terminologia. Rozróżnienie na sferę realną i finansową prowadzi do niewłaściwych skojarzeń, a wiec np. wirtualności całego sektora bankowego i dokonywanych operacji W dotychczasowej terminologii przyjął się podział na sferę realna i regulacyjną. Sfera finansowa należy do sfery realnej, nie można wiec pisać, że są to sfery różne wobec siebie. Chodzi zapewne o sferę finansową i sferę rzeczowa. Obie są składowymi sfery realnej. Obie poddane są rygorom określonym przez sferę regulacyjną, opisaną w tysiącach aktów normatywnych, regulacji, rekomendacji, wzorców.

W rozdziale drugim autor analizuje wzajemne oddziaływania giełdy i gospodarki. Trzeba powiedzieć, że czyni to w starym, podręcznikowym stylu. Prezentuje stwierdzenia, które obecnie rzeczywistość raczej nie potwierdza. Zacząć można od tego, że inaczej niż twierdzi Autor, giełda nie jest miejscem spotkania pragnących dokonać kupna-sprzedaży itp. Giełda jest komputerem, z którym współpracują komputery biur maklerskich, w znacznej części dokonujących samoistnie operacji w oparciu o zainstalowane modele i informacje pobierane z finansowych serwisów informacyjnych (s.26). Dalej – teza, że kapitał przede wszystkim pozyskują „…podmioty, które maja najlepsze pespektywy ich wykorzystania..” jest obecnie iluzją. Chciałoby się, by tak było. Rzeczywistość jest odmienna wobec intensywnego rozwoju „*casino capitalism'u*” (s.27) Giełda to przede wszystkim spekulacje (99% obrotów). Czyżby więc spekulanci najlepiej wykorzystywali kapitał?

Nie jest też tak dobrze, by na wartość akcji wpływały dywidendy i „zatrzymane zyski”, czyli to, czego nie wypłacono akcjonariuszom a przeznaczono na pomnożenie majątku przedsiębiorstwa (s.39). Inwestorzy dokonują operacji na rynku kapitałowych w zależności od prognoz ruchów kursowych. I tyle. Jeśli zaś zastosować podejście fundamentalne, to należy przyjąć szersze spektrum czynników ekonomicznych, określających potencjał wzrostowy. Np. ostrość konkurencji w otoczeniu spółki, jej innowacyjność, spełnianie wymogów środowiskowych itp.

W tym i dalszych fragmentach pracy widać, że autor niezbyt dobrze sobie radzi z problematyką monetarną. Rynek finansowy jest rynkiem regulowanym i jego charakter w znaczenie mierze zależy od regulacji banku centralnego. Bank centralny jest także źródłem podaży pieniądza (jest jedynym emitentem). Może go wytworzyć, ile chce. Istotnym dla niego jest jednak, by popyt na pieniądz realizował zadanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Dlatego, przy pomocy stóp procentowych i zakresu operacji otwartego rynku reguluje tenże popyt. Jest wiec odwrotnie, niż pisze autor. Nie wzrost podaży powoduje realny spadek stopy

procentowej (s.35), ale stopa procentowa powoduje zmiany w popycie na pieniądz, do którego dostosowuje się jego podaż. Dlatego stopa procentowa jest instrumentem banku centralnego.

Na s.36 znajduje się stwierdzenie, że „konsumpcja jest funkcją oczekiwań gospodarstw domowych odnoszących się do ich przyszłych dochodów". Powołuje się tu na raport IMF z 2000 r., czego tu nie można uznać za właściwe źródło. Wydatki konsumpcyjne są funkcja wielu zmiennych. Teza, że zależą od oczekiwań co do przyszłych dochodów jest w zasadzie prawdziwa, jednak bardziej precyzyjnym byłoby wskazanie, że znacznie bardziej waży tu to subiektywne ryzyko utraty lub spadku dochodów, a nie np. ich wartość. Dalsza teza, że konsumpcja zależy pozytywnie od wartości posiadanego majątku jest zapewne tylko skrótem myślowym. W rzeczywistości im wywyższy poziom bogactwa, tym mniejsza skłonność do konsumpcji, a większa do oszczędzania Autor pisze, że jest odwrotnie. Można tylko powiedzieć, że długookresowy wzrost cen aktywów trwałych tworzy korzystniejszy klimat dla wydatków konsumpcyjnych, a wynikający stąd optymizm sprzyja zaciąganiem kredytów na ten cel.

Rozdział III jest poprawnym opisem aktualnych teorii optymalizacji portfela. Tym, co autor wnosi jest pewien schemat na s. 51. Niestety jest on zupełnie niezrozumiały. Dlaczego fazy cyklu gospodarczego występują na tle rynków surowców, pieniężnego, akcji i obligacji? Czyżby chodziło o to, że sygnały od danej fazie najsilniej dostrzegane są na danym rynku. Według autora spowolnienie gospodarczej obserwuje się przede wszystkim na rynku walorów o bliskiej zapadalności? Akurat to nieprawda, ponieważ decyduje tu aktualna wartość stopy referencyjnej. Odnosi się wrażenie, ze autor swoje, uproszczone przemyślenia przenosi na czytelnika, uważając je za oczywiste. A takie nie są, a w każdym razie - nie powinny być. Poza tym, niezbyt ważkim skądinąd mankamentem, prezentacja intersującego dorobku współczesnej literatury przedmiotu, wypada przekonywująco.

W Rozdziale IV autor zajmuje się sekwencją i poszczególnymi elementami cyklu koniunkturalnego oraz metodami ich analizy. I tym razem jest to poprawna prezentacja literatury. Z jednym wszakże wyjątkiem, tj. schematami na s. 76. Wydają się one ważne dla dalszych części pracy, autor jednak dokonał bardzo skrótowego ich opisu. W siedmiowierszowym akapicie nie tyle wyjaśnia, co daje do zrozumienia, że chodzi o różnicę w wartości odchylenia (zmiana siły odchylenia) i samą wartość odchylenia. Tak w każdym razie wypada domniemywać, bez jednak pewności prawidłowego odczytania intencji autora.

Rozdział V zawiera zestawienia cykli gospodarki i giełdy. Zawarto tu także, bez wyraźnej potrzeby, wykład z ogólnej teorii liczenia PKB. Podstawowa jednak część rozdziału koncentruje się na wyodrębnieniu cykli koniunkturalnych w obu sferach. Cennym jest tu potwierdzenie na polskim rynku, skądinąd znanej tezy, że im mniejsze spółki wchodzą w skala indeksu, tym większa zmiennością charakteryzuje się indeks je reprezentujący (s. 82). Znowu jednak napotyka się tu na przesadną oszczędność w objaśnianiu własnych propozycji prezentacyjnych autora. Przedstawiony na s. 90 i 91 tzw. zegar koniunktury pozbawiony jest w ogóle wyjaśnienia w jaki sposób powstają przedstawione na rysunkach krzywe. Odnotowania natomiast wymaga, wskazania, że wyprzedzenie koniunktury giełdowej w Polsce w stosunku do gospodarczej

wynosi 1-2 kwartały. Wydaje się to potwierdzać trafności zastosowanej metody, Jest to bowiem zgodne z obserwacjami rozwiniętych rynku (USA, W.Brytania), gdzie to wyprzedzenie szacuje się na ok. pół roku

Jak wspomniano, podstawowa część pracy stanowi rozdział VI. Jego obszerność i dokonania stanowią o kwalifikacji całej pracy jako ważnego dzieła naukowego. Należy stwierdzić, że jest to dobrze zrobiona i pożyteczna praca, ułatwiająca ocenę przyszłych procesów w gospodarce i na rynku finansowych. Autor przy pomocy jednej metody przeanalizował 46 mierników w 12 grupach. W większości przypadków trudno mieć zastrzeżenia, zarówno co do sposoby badania jak i wyprowadzonych wniosków. W niektórych jednak, prawdopodobnie ze względu na wskazane wcześniej braki w zakresie diagnostyki procesów monetarnuch, należałoby skłaniać autora na dokonanie pewnych korekt interpretacyjnych.

Wątpliwości budzi przede wszystkim jednakowe potraktowanie wpływu polityki monetarnej na cykl giełdowy z innymi czynnikami, m.in. budownictwem mieszkaniowym (s.140). Budownictwo mieszkaniowe jest pewnym procesem (zdarzeniem) wynikającym z funkcjonowania całej gospodarki. Raczej z niczym nie należy go wiązać bezpośrednio. Jego wyniki są wiec obiektywnymi wskaźnikami gospodarczymi. Takimi nie są natomiast parametry monetarne. Traktować je należy jako instrumenty regulacyjne, stosowane dla właściwego (zdaniem banku centralnego) kształtowania koniunktury. Nie są to więc elementy obiektywne, mogące pełnić rolę sygnału dla władz gospodarczych, skłaniając je do określonego działania. Stanowią raczej efekt tych działań, wynikających z analiz innych, obserwowanych zjawisk. Można co prawda mówić o malejącej skuteczności polityki monetarnej, jednak jest to zupełnie inne zagadnienie. To samo dotyczy rozważań o wpływie składników bilansu NBP na koniunkturę. .

Podobnie jest w przypadku tej części ostatniego rozdziału, która rozpatruje związek miedzy koniunkturą, a kursami walutowymi. . Przedstawione rozważania są zbyt uproszczone. Autor koncentruje się praktycznie tylko bilansie handlowym. A przecież ceny walut zmieniają się nie tyle wskutek różnicy przepływów towarowych, ale strumieni gotówki. A tu bardzo dużą role odgrywają transfery i kapitałowe przepływy spekulacyjne na rynku obligacji i na giełdzie. W 2009 roku duże znaczenie miał także drenaż kapitału z Polski celem wspomożenia trudnej sytuacji zagranicznych banków- matek. Rozejście się przepływów pieniężnych z rzeczywistym obrotem towarowych jest zjawiskiem występującym do dziesięcioleci i tego faktu w pracy naukowej nie wypada pominąć

Na s.155 autor stwierdza, że zamówienia u dostawców wyprzedzają koniunkturę. Czyni to tak, jakby to dopiero jemu wyszło z badań. Nie jest to przecież jego odkrycie, ponieważ dokonano je ok. 100 lat temu. Było ono przesłanką stworzenia tzw. barometrów Harwardzkich z lat dwudziestych XX w.. W ekonomii zjawisko to obecnie nie stanowi jakiegoś ważnego obszaru badawczego, chyba że w kontekście szukanie przyczyn, kiedy ich wskazania rozeszły się z rzeczywistym stanem koniunktury (H.Minsky).

Z kolei do ważnych i pożytecznych dla polityki gospodarczej osiągnieć należy wyliczenie 6 miesięcznej reakcji (opóźnienia) wskaźników rynku pracy w stosunku do koniunktury (s. 188).

5. Konkluzje

W przedstawionej ocenie wskazano na szereg mankamentów pracy, nie one wszakże stanowią o jej wartości. Bilans pozytywów i negatywów jest zdecydowanie pozytywny, Co więcej, przedstawione niedostatki nie są błędami, a jedynie pewnymi niedostatkami, o które powinna być uzupełniona interpretacja wyników i wstępne opisy mechanizmów gospodarczych. Żaden z wyników badań nie da się określić jako niezgodny z rzeczywistością lub prowadzący do powstania błędnej opinii u czytelnika. Analiza związków z koniunktury gospodarczej i giełdowej na podstawie dobrze metodycznie przeprowadzonych badań 46 wskaźników skłaniać będzie także wielu badaczy, by do tej pracy sięgnąć z pożytkiem.

Praca ta rozwiązuje ważny problem naukowy, dający się określić jako wpływ kluczowych elementów gospodarki i systemu finansowego na koniunkturę giełdową i gospodarczą. Spełnia wiec wymogi dysertacji doktorskiej.