



Poznań, dnia 17 lipca 2019 r.

Prof. dr hab. Wiesława Przybylska-Kapuścińska
Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu
Instytut Finansów

Recenzja pracy doktorskiej mgr. Mariusza Kapuścińskiego
pt. „Monetary policy transmission mechanism in Poland”, prezentowanej w postaci
cyklu artykułów, przygotowanej pod kierunkiem naukowym prof. dr hab. Andrzeja
Sławińskiego w Kolegium Analiz Ekonomicznych Szkoły Głównej Handlowej w
Warszawie

1. Podstawa opracowania recenzji i deklaracja

Podstawą opracowania recenzji jest pismo Pani Dziekan, dr hab. Joanny Plebaniak, prof. SGH, w sprawie powierzenia mi obowiązków recenzenta rozprawy doktorskiej w postaci zbioru artykułów – mgr. Mariusza Kapuścińskiego.

Na początku niniejszej recenzji pragnę zadeklarować, że z Panem mgr. Mariuszem Kapuścińskim nie łączą mnie żadne więzy rodzinne i pokrewieństwo, a zbieżność nazwisk recenzentki i Doktoranta jest całkowicie przypadkowa.

2. Informacja ogólna o dorobku Doktoranta

Przedłożony przez mgr. Mariusza Kapuścińskiego cykl czterech publikacji, przygotowanych samodzielnie lub we współautorstwie (poz. 3), tworzy pracę doktorską poświęconą ustaleniu efektów polityki pieniężnej w Polsce. Podjęta problematyka badawcza ma spójny charakter, a zagadnienia z zakresu polityki pieniężnej poruszane w pracy są powiązane merytorycznie i logicznie. Wszystkie z przedłożonych publikacji są w języku angielskim, z czego dwie zostały opublikowane w czasopiśmie punktowanych na liście JCR (poz. 2 i 3), a dwie w czasopiśmie Bank i Kredyt. Publikacje w czasopiśmie indeksowanych w obiegu międzynarodowym potwierdzają wysoki poziom merytoryczny badań Doktoranta.

Podjęta przez mgr. Mariusza Kapuścińskiego problematyka jest ważna i aktualna. Doktorant postawił sobie ambitne cele, które zrealizował z wykorzystaniem właściwie dobranych narzędzi, a otrzymane wyniki uzasadnił, udowadniając swoją szeroką wiedzę z zakresu nauk ekonomicznych. Pytania badawcze dotyczące wpływu polityki pieniężnej na polską gospodarkę obejmują stosunkowo szeroki obszar – od rynku akcji, obligacji i kursu

walutowego, przez sytuację poszczególnych banków, aż po całą gospodarkę. Dojrzała dyskusja prowadzona przez Doktoranta w każdym z artykułów, dobrze osadzona w literaturze oraz oparta na przeprowadzonych w przemyślany sposób badaniach, ma również duże znaczenie aplikacyjne ze względu na efektywność prowadzonej polityki pieniężnej w okresie pokryzysowym. Badanie mechanizmów transmisji polityki pieniężnej w Polsce, jako tytułowy problem przedłożonego cyklu publikacji, ma znaczenie zarówno teoretyczne, jak i praktyczne oraz posiada w pełni rangę zasługującą na realizację w pracy awansowej na stopień doktora nauk ekonomicznych.

Należy również podkreślić staranność przygotowania materiałów przez Doktoranta w przedłożonym cyklu artykułów, które spełniają wymagania formalne stawiane nie tylko przy doktoracie, ale też przy habilitacji i podkreślają wysoki poziom merytoryczny przedłożonej pracy doktorskiej w postaci cyklu publikacji.

Efektywność polityki monetarnej, szeroko analizowana w literaturze, w okresie kryzysu 2007-2009 oraz w obliczu stosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej, ewoluowała wraz ze zmianą charakteru prowadzonej polityki monetarnej. Tak więc analiza mechanizmów transmisji polityki pieniężnej nabrała szczególnego znaczenia w okresie pokryzysowym i stała się przedmiotem ożywionej dyskusji. Badanie efektywności poszczególnych kanałów transmisji i zrozumienie zmian, które zaszły w tym obszarze, stanowi zatem bardzo aktualny problem w odniesieniu do aktywnego kształtowania stabilności finansowej.

Recenzowana praca ma charakter analityczno-empiryczny, należy jednak podkreślić jej dobre osadzenie w teorii. Rozprawa wnosi nowy dorobek do nauk ekonomicznych w dyscyplinie ekonomia, co zostało wskazane w 4 i 5 części recenzji. Doktorant wykazał się szeroką wiedzą i umiejętnością analitycznego wnioskowania oraz znakomitymi predyspozycjami warsztatowymi. Przedłożona rozprawa jest bardzo interesująca w warstwie poznawczej, udowadniając swobodę poruszania się Autora w literaturze przedmiotu, doskonałą znajomość problematyki oraz umiejętność posługiwania się zaawansowanymi metodami ilościowymi do oceny efektywności polityki pieniężnej.

Podjęta przez mgr. Mariusza Kapuścińskiego tematyka rozprawy doktorskiej oraz przyjęte cele są oryginalne i nowatorskie. Przeprowadzone badania wpisują się w nurt badań prowadzonych zarówno przez polskich Autorów (Brzoza-Brzezina M., Rozkrut M., Serwa D., Wdowiński P., Będowska-Sójka B., Kliber A.), jak również zagranicznych (Bernanke B., Gürkaynak R., Sack B., Swanson E., Disyatat P.). Należy podkreślić, że Autor w swoich

rozważaniach poszukuje luk badawczych oraz nowatorskich metod stosowanych w literaturze światowej.

Podjęte przez Doktoranta zadania badawcze potwierdzają Jego umiejętności analityczne, interpretacyjne oraz warsztatowe. Wymagały one bowiem bardzo szerokiej wiedzy oraz znajomości problematyki badawczej z zakresu bankowości, polityki pieniężnej oraz mechanizmów jej transmisji, a także ich wzajemnych powiązań. Badania zaprojektowane przez Autora wymagały równie szerokiej wiedzy w obszarze analizy ilościowej i jakościowej. W recenzowanej pracy doktorskiej mgr. Mariusz Kapuściński udowodnił w pełni swoje umiejętności i walory analityczne, a uzyskane rezultaty należy uznać za dojrzałe i twórcze.

3. Ogólna charakterystyka cyklu publikacji stanowiących rozprawę doktorską, pt. „Monetary policy transmission mechanism in Poland” wraz z uwagami metodycznymi do opracowanych tekstów

W przedłożonym cyklu artykułów, stanowiącym pracę doktorską mgr. Mariusza Kapuścińskiego, z racji funkcji recenzenta należy wskazać brak we wstępnej części **prezentacji procedury badawczej, jej etapów oraz uzasadnienia logicznego powiązania prezentowanego zbioru artykułów.**

Poza przedstawieniem procedury badawczej, przydatna byłaby również **prezentacja schematu pytań badawczych oraz powiązań poszczególnych etapów przeprowadzonej przez Autora analizy.** Mogłoby to stanowić swoisty przewodnik po rozważaniach Doktoranta. Z ogólniejszych uwag, należy również wskazać brak systematyzacji stosowanych w pracy metod ilościowych. Z metodycznego punktu widzenia, niniejsze braki przedłożonej dysertacji mogłyby w mojej ocenie ułatwić percepcję wątków poruszanych w pracy.

Przedłożony cykl artykułów stanowi spójną i uzasadnioną sekwencję publikacji, w którym analiza rozpoczyna się od stosunkowo wąskich obszarów badawczych, aby w ostatnim artykule niejako podsumować otrzymane rezultaty w odniesieniu do badania obejmującego całą polską gospodarkę. Pierwsze trzy artykuły odnoszą się do poszczególnych kanałów transmisji impulsów monetarnych, a czwarta publikacja obejmuje analizą łączny wpływ kanałów transmisji na gospodarkę. Przedstawienie efektywności polityki pieniężnej w Polsce w recenzowanej dysertacji podzielono zatem na cztery obszary, których układ charakteryzuje się określoną logiką i jest w pełni akceptowalny. Należy również wskazać, że w każdej z płaszczyzn Autor sięga po innowacyjne narzędzia i metody analizy z danego obszaru.

W **pierwszym obszarze** przeanalizowany został wpływ polityki pieniężnej na rynek akcji, obligacji oraz kurs walutowy. W analizie Autor podjął się oceny zarówno prowadzonej polityki pieniężnej, jak również komunikacji banku centralnego.

Drugi obszar obejmuje badanie siły efektów polityki pieniężnej ze względu na bilanse banków i podaź kredytu. Przedstawiona w tym obszarze metodyka identyfikacji kanału kredytowego stanowi cenny wkład do nauki w obszarze ekonomii.

Trzeci obszar prezentuje analizę wpływu polityki pieniężnej na kanał kredytowy w odniesieniu do kosztów finansowania banków oraz ryzyka w oparciu o dane na poziomie banków. W tym obszarze ważny wkład stanowi wykorzystanie w analizie skonstruowanej miary krańcowego kosztu finansowania.

W **czwartym**, ostatnim obszarze, analizą objęto ponad 130 zmiennych makroekonomicznych, które pozwoliły na wyciągnięcie wniosków dotyczących efektów polityki pieniężnej w Polsce w odniesieniu do całej gospodarki.

Każdemu z zaprezentowanych obszarów odpowiada jeden artykuł, przy czym **wyraźne powiązania między nimi wskazywane są dopiero w ich treści, nie zaś we wstępie do dysertacji**, co byłoby z korzyścią dla percepcji całości.

4. Prezentacja i krytyczna analiza przedłożonego cyklu publikacji

Głównym celem przedłożonego cyklu czterech publikacji jest ustalenie makroekonomicznych efektów polityki pieniężnej w Polsce. Prezentowane artykuły przedstawiają wyniki własnych badań Autora (w jednym przypadku we współautorstwie), są prawidłowo osadzone w teorii i wykorzystują aparat ilościowy, umożliwiając stawianie wniosków na bardzo wysokim poziomie.

4.1. Monetary policy and financial asset prices in Poland

Celem pierwszego z cyklu artykułów, opublikowanego w czasopiśmie Bank i Kredyt, była analiza wpływu polityki pieniężnej na kanał cen aktywów i próba znalezienia odpowiedzi na pytanie, ile czynników wyjaśnia zmienność krótkoterminowych stóp procentowych w Polsce. Badanie obejmowało zarówno bieżącą politykę pieniężną (zmiany stóp procentowych), ale także komunikację ze strony banku centralnego, szczególnie w okresie pokryzysowym.

Wprowadzenie do artykułu stanowi przegląd literatury krajowej i zagranicznej, które właściwie sytuuje przeprowadzone badania w nurcie badań nad efektywnością polityki

pieniężnej. W swoim podejściu Autor skupił się na relatywnie **starych publikacjach**, pomijając jednocześnie choćby zaznaczenie innych podejść prezentowanych w literaturze, a dotyczących tego samego zagadnienia, jak badania Będowskiej-Sójki B. oraz Kliber A.

Wykorzystane w badaniach dane zostały podzielone na trzy grupy – pierwsza obejmuje oczekiwane stopy procentowe (WIBOR 1M oraz kontrakty FRA), druga składa się z cen instrumentów finansowych (notowania indeksu WIG20, obligacji skarbowych oraz kursu EUR/PLN), a trzecia obejmuje zmienne kontrolne, zarówno w ujęciu krajowym, jak i zagranicznym. Okres badania obejmuje lata 2001-2016, choć w części badań, ze względu na ograniczoną dostępność danych, został ograniczony do lat 2004-2016. Analiza przedstawiona w artykule podzielona została na dwie części, w których w pierwszej przeprowadzona została analiza czynnikowa, a w drugiej analiza regresji dla każdego z obszarów – rynku akcji, obligacji i kursu walutowego – w jedno- i dwudniowym oknie.

Przeprowadzona analiza czynnikowa, w oparciu o metodę analizy głównych składowych ograniczona została do dwóch czynników – pierwszego odpowiadającego za nieoczekiwane zmiany bieżącej stopy procentowej i drugiego związanego ze zmiennością oczekiwanego poziomu stóp procentowych.

Jak zauważa Autor, taki podział pozwala odnieść pierwszy czynnik do działań władz monetarnych, a drugi do komunikacji ze strony banku centralnego. Rezultatem tej części badań jest przede wszystkim niedoszacowanie reakcji stóp procentowych na działania banku centralnego w 1-dniowym oknie wokół posiedzeń Rady Polityki Pieniężnej oraz znaczne niedoszacowanie komunikacji banku centralnego w reakcji stóp procentowych.

Drugim ważnym wnioskiem tej części badania jest wskazanie potencjalnych czynników, które Autor wykorzystał w drugiej części badania. Pewnym niedociągnięciem jest zdaniem recenzentki brak szerszej analizy statystycznej wykorzystywanych w badaniach danych, stosunkowo duża liczba nieistotnych zmiennych oraz niskie dopasowanie szacowanych modeli.

Druga część badania oparta została na analizie regresji, gdzie dla każdego obszaru zmiennych (akcji, 2-, 5- i 10-letnich obligacji oraz kursu walutowego) oszacowane zostały po dwa modele regresji, gdzie zmiennymi objaśnianymi były czynniki z poprzedniej części badania, odpowiadające działaniom władz monetarnych i komunikacji banku centralnego. Główne wnioski z tej części badania dotyczą: wpływu obu czynników w obszarze modeli dla obligacji, istotności komunikacji banku centralnego dla rynku akcji oraz odwrotnej do oczekiwań reakcji kursu walutowego na zapowiedzi zmian w polityce pieniężnej. Tak jak w pierwszej części badania, również w tej części brakuje przedstawienia analizy danych

wykorzystywanych w modelach (choćby w aneksie dostępnym online), a oszacowane modele charakteryzują się w większości niskim R^2 oraz dużą liczbą zmiennych nieistotnych.

W dalszej części artykułu zaprezentowane zostały rozszerzenia przeprowadzonej analizy czynnikowej i analizy regresji oparte na badaniu zmienności efektów polityki pieniężnej w czasie, wprowadzeniu do modeli innej zmiennej (stawki referencyjnej zamiast działań i komunikacji banku centralnego) oraz rozszerzenie analizy na indeksy branżowe w ramach analizy rynku akcji. Ostatnia część empiryczna opracowania prezentuje analizę wrażliwości dla wybranych czynników, również dla danych śróddziennych.

Uzyskane wyniki wskazują, że zarówno działania podejmowane przez bank centralny, jak również komunikacja ze strony banku mają istotny wpływ na rynek obligacji skarbowych w Polsce, natomiast dla rynku akcji istotna jest jedynie komunikacja. W odniesieniu do kursu walutowego zaobserwowany wpływ komunikacji dotyczył deprecjacji kursu przy zapowiadanych zacieśnianiu polityki pieniężnej, jednak efekt ten zaczął zanikać pod koniec próby.

W pracy wykorzystano właściwie dobrane metody ilościowe i stosunkowo szeroki zbiór danych. Otrzymane wyniki mają znaczenie aplikacyjne, przede wszystkim w odniesieniu do prowadzenia polityki pieniężnej w warunkach niskiej inflacji i niskich stóp procentowych. Dojrzałe wnioski wysuwane przez Doktoranta dotyczą również zmniejszonego wpływu polityki pieniężnej na ceny aktywów w okresie pokryzysowym.

4.2. The Role of Bank Balance Sheet in Monetary Policy Transmission: Evidence from Poland

Drugi z prezentowanych artykułów poświęcony został analizie wzmocnienia efektów polityki pieniężnej przez jej wpływ na bilanse banków. Artykuł ten skupia się zatem na kanale kredytowym i jest dobrze umiejscowiony w kanonie literatury zagranicznej, ale odnosi się również do publikacji polskich Autorów (Brzoza-Brzezina M.).

Celem recenzowanego artykułu było zaproponowanie metodyki pozwalającej na działanie kanału kredytowego zdefiniowanego przez Bernanke i Blindera. Zaproponowana przez Doktoranta metodologia oparta została na regresji panelowej. Badanie obejmowało dane dla maksymalnie 42 banków prowadzących działalność w Polsce z okresu 2001-2015, co odpowiadało średnio 65% przyznanym kredytów. Oszacowane modele obejmowały dane makroekonomiczne (m.in. indeks VIX) oraz dane mikroekonomiczne (m.in. wskaźnik

kredytów zagrożonych). Warty podkreślenia jest fakt, że w badaniu wykorzystano również czynnik z pierwszego artykułu, odpowiadający za bieżącą politykę pieniężną.

Rezultaty zaprezentowane przez Autora, zarówno oszacowania modeli, jak również funkcje odpowiedzi na impuls oraz analiza kontryfaktyczna, pozwoliły sformułować wnioski dotyczące szoków. W świetle przeprowadzonych badań, Autor stwierdził również, że kanał kredytowy odpowiada za 23% spadku kredytu w odpowiedzi na zacieśnianie polityki pieniężnej. Wnioski z badania dotyczą również działania akceleratora finansowego w sektorze finansowym i niefinansowym.

W recenzowanym artykule Autor przeprowadził dobrze zaprojektowane badanie, które zostało właściwie osadzone w teorii. Zwraca uwagę dojrzała dyskusja prowadzona w odniesieniu do otrzymanych rezultatów i zależności w polityce pieniężnej, udowadniająca wysoki merytoryczny poziom całej pracy. W przypadku oszacowanych modeli należy jednak zwrócić uwagę na stosunkowo niski poziom dopasowania.

4.3. Measuring bank funding costs in the analysis of interest rate pass-through: Evidence from Poland

Trzeci z recenzowanych artykułów wchodzących w skład przedłożonej dysertacji powstał we współautorstwie. Celem artykułu było zweryfikowanie wpływu krańcowego kosztu finansowania banków i ryzyka na oprocentowanie kredytów, szczególnie w okresie pokryzysowym.

Przeprowadzona w artykule analiza dotyczyła determinant oprocentowania kredytów w okresie 2005-2016 i obejmowała maksymalnie 19 banków komercyjnych działających w Polsce. Narzędziem wykorzystywanym w analizie był model korekty błędem dla danych panelowych na poziomie banków. Oryginalność podejścia do badania w tym artykule polega przede wszystkim na **skonstruowaniu miary krańcowego kosztu finansowania** (średniego ważonego kosztu zobowiązań), zamiast standardowo wykorzystywanej stopy WIBOR, w celu określenia, jak banki określają wysokość oprocentowania kredytów.

Cennym rezultatem tego artykułu jest **zidentyfikowanie średniego ważonego kosztu zobowiązań** jako czynnika mającego większy wpływ na oprocentowanie kredytów niż stopy rynkowe, szczególnie w odniesieniu do danych panelowych z poziomu poszczególnych banków. Wnioski wysuwane przez Autorów dotyczą również zmniejszenia zależności między stopami rynkowymi i ich transmisją na koszty finansowania banków w okresie pokryzysowym.

W odniesieniu do recenzowanego artykułu warto podkreślić przede wszystkim staranną konstrukcję zaproponowanej miary średniego ważonego kosztu zobowiązań, a także oszacowane modele i dyskusję nad wynikami otrzymanymi na każdym etapie badań. Z racji funkcji recenzenta należy jednak wspomnieć, że wartościowe byłoby przeprowadzenie analizy nieliniowej, co sami Autorzy zauważają w przypisach do artykułu.

4.4. How far does monetary policy reach? Evidence from factor-augmented vector autoregressions for Poland

Czwarty, ostatni z cyklu, artykuł może być uznany za podsumowanie badań zaprezentowanych w poprzednich pracach, ze względu na stosunkowo szerokie ujęcie wpływu polityki pieniężnej na polską gospodarkę. Celem artykułu było bowiem zidentyfikowanie czynników makroekonomicznych lub ich grup w celu zweryfikowania szoków monetarnych w Polsce.

Artykuł jest dobrze osadzony w literaturze, z odwołaniami do artykułów o podobnej tematyce i kształcie badań, ale również z zakresu wpływu rynku surowców na kształtowanie inflacji, czy poziomu stóp procentowych (m.in. Leszkiewicz-Kędzior K.).

Przeprowadzone badanie oparte zostało na 132 zmiennych z okresu 2001-2017. Do analizy wykorzystane zostały modele klasy FAVAR oraz kilka innych zaawansowanych modeli ujętych w aneksie dostępnym online. Przeprowadzona została również analiza wrażliwości oraz rozszerzenie analizy o szerszy zestaw zmiennych lub zmianę modelu. Konstrukcję i rozmiar badania należy uznać za bardzo ciekawe i ambitne, jednak **przydatne byłoby zamieszczenie oszacowanych modeli, choćby w aneksie**, jak ma to miejsce dla opracowań graficznych dla modeli.

Główne rezultaty badania obejmują wpływ zacieśniania polityki pieniężnej m.in. na spadek inflacji, kredytu i cen akcji oraz ograniczenie aktywności gospodarczej, a także wzrost stóp procentowych.

Zaprezentowane w artykule badania należy uznać za prawidłowo zaprojektowane i dobrze osadzone w literaturze przedmiotu. Na podkreślenie zasługuje fakt wykorzystania złożonych metod ilościowych i bardzo dojrzała dyskusja nad wnioskami, udowadniająca dobre przygotowanie merytoryczne Doktoranta.

5. Zalety rozprawy doktorskiej - synteza

Przedłożona praca doktorska mgr. Mariusza Kapuścińskiego, złożona z cyklu czterech artykułów, wnosi ciekawe wnioski do efektywności polityki pieniężnej, szczególnie w

kontekście porównań jej wpływu w okresie przed i pokryzysowym. Podsumowując oceny częściowe, jako mocne strony przedłożonej pracy należy wskazać:

1. Recenzowany cykl publikacji wpisuje się w nurt badań nad efektywnością polityki pieniężnej, jednak zakres przeprowadzonych analiz i ich konstrukcję należy uznać za **wyróżniające i oryginalne** w odniesieniu do badań polskich Autorów.
2. Należy również silnie podkreślić **wartość dodaną przeprowadzonych badań ilościowych**, ze względu na zaawansowane modele wykorzystywane w poszczególnych badaniach.
3. Przeprowadzone badania posiadają również **walory nowości**, ze względu na konstrukcję zmiennych wykorzystywanych w modelach.
4. Na uwagę zasługują również stosunkowo szeroko zakrojone badania literaturowe, które każde z badań właściwie sytuują w obszarze teoretycznym.
5. Atutem opracowania są również **wnioski własne Autora**, które obejmują właściwie każdy etap prowadzonych badań, świadczące jednocześnie o Jego znakomitym przygotowaniu merytorycznym do prowadzenia podjętych w artykułach analiz.
6. Warto podkreślić znaczenie przedłożonej pracy, zarówno dla teorii (zastosowane modele i wykorzystane konstrukcje zmiennych), jak i praktyki, ze względu na trafnie sformułowane oceny i ich odniesienie do wyników prezentowanych przez autorów polskich i zagranicznych.

6. Uwagi szczególne

Z racji funkcji recenzenta, chciałabym wskazać nieliczne słabe strony przedłożonej pracy. Należy do nich zaliczyć brak załączonych aneksów, które dostępne są online, a przede wszystkim wskazywanie w artykułach danych, do których dostęp możliwy jest jedynie po kontakcie z Doktorantem, jak ma to miejsce w pierwszym z artykułów w odniesieniu do niektórych oszacowań. Z obowiązku recenzenta należy również wskazać brak równowagi w źródłach; przede wszystkim pominięcie w pierwszym artykule dostępnych badań dotyczących wpływu ogłoszeń makroekonomicznych na zmienność na rynkach akcji (Będowska-Sójka B., Kliber A.) oraz badań nad modelami zmienności w ogóle. Należy również wskazać na dużą liczbę autocytowań w artykułach, co z jednej strony wskazuje na powiązania w cyklu artykułów, jednak wprowadza też **wrażenie braku poszukiwania badań innych autorów**.

W odniesieniu do cytowanych pozycji literatury, szczególnie w pierwszym artykule, wydaje się, że **niektóre z cytowanych badań są już stosunkowo stare** i badanie mogłoby być oparte na nieco nowszych pozycjach.

Wśród drobnych uwag językowych wskazałabym:

s. 7 – określenie pracy doktorskiej przekładaną, zamiast „przedkładaną”.

s. 7 – określenie kryzysu finansowego z lat 2007-2009 mianem Wielkiej Recesji, co jest pewną kalką językową z języka angielskiego (*Great Recession*), jednak nie jest stosowane w polskiej literaturze przedmiotu.

7. **Konkluzja**

W przedłożonym cyklu czterech publikacji, stanowiącym rozprawę doktorską, mgr Mariusz Kapuściński udowodnił posiadane predyspozycje do prowadzenia pracy badawczej samodzielnie i we współautorstwie. Doktorant podjął oryginalny, interesujący merytorycznie oraz atrakcyjny instrumentalnie problem efektywności polityki pieniężnej. W oryginalny sposób rozwiązał postawione zadania badawcze. Wykazał się przy tym szeroką wiedzą teoretyczną, dobrą znajomością literatury przedmiotu oraz znakomitym warsztatem badawczym. Dowiódł także swojej erudycji i predyspozycji do wartościowej operacjonalizacji empirycznej analizowanych zagadnień.

Poprzez wnioski formułowane na każdym etapie badań, mgr Mariusz Kapuściński udowodnił doskonale przygotowanie merytoryczne do przeprowadzenia podjętych przez siebie badań. O wartości przeprowadzonych analiz świadczą zarówno wnioski dla teorii, jak również dla praktyki. Znaczenie aplikacyjne uzyskanych wyników przejawia się przede wszystkim z uwagi na zastosowaną w artykułach metodykę, noszącą znamiona oryginalności, jak również podjęta w artykułach dyskusja z wnioskami Autorów prowadzących badania w tym samym obszarze.

W świetle powyższych opinii, stwierdzam niniejszym, że rozprawa mgr. Mariusza Kapuścińskiego w postaci cyklu publikacji (w dyscyplinie ekonomia) spełniają wymogi merytoryczne i formalne stawiane pracom doktorskim w Ustawie o stopniach naukowych i tytule naukowym z dnia 14 marca 2003 r. (Dz.U. z 2017 r., poz. 1789). Wnoszę zatem o przyjęcie rozprawy i dopuszczenie Doktoranta do publicznej obrony.

Wiesława Przybylska-Kapuścińska