

Oponentní posudek na doktorskou disertační práci
Chaloupka, J.: *Integrace finančních trhů nových členských zemí EU*. Praha: FMV
VŠE, 2017

Předem svého posudku chci říct, že práce je jak svým rozsahem, tak svým obsahem velmi nadprůměrná. S určitou (spíše menší) nadsázkou se dá předložená práce pojmut jako několik disertačních prací, minimálně dvě. Tento rozsah, jak tematický tak i stránkový, vede nutně k drobným formulačním chybám, např. s. 71 "Pokud se země otevře a zapojí se do mezinárodní směny, pak její spotřeba nebude omezena domácími zdroji." Podle mého názoru zde vypadlo slovo "dočasně" nebo "v daný okamžik". Jde o to, že spotřeba v daném pojetí je kategorií toku a pokud budeme uvažovat o jejím zvýšení na bázi zapůjčení úspor nebo prodeje národního bohatství, pak v době splácení nutně spotřeba klesne. Již na následné straně (GDP, GNP) autor tento problém vidí. Jsem si však vědom, že rovnováha se prosazuje střídáním nerovnovážných vztahů.

Na s. 73 jsem marně hledal odkaz č. 24 v textu a na str. 115 jsem našel překlep - místo "tho" má být asi "toho". Další drobnost jsem zaznamenal na str. 197 4. odstavec 2. řádek chybí "optimální měnové zóny měly...." Myslím, že na s. 245 je trochu nesmyslná formulace "home bias výrazně poklesl v ČR a Maďarsku, tedy zemí platících eurem....",

Takovéto drobnosti však nemají vliv na kvalitu disertační práce, kterou hodnotím velmi pozitivně. Svou logickou promyšleností a formou zpracování ve mně evokuje přístup logických pozitivistů, jejichž práce mě do značné míry imponují. Tento přístup k řešení vytyčených problémů má značná pozitiva.

V předložené studii doktorand provedl obrovskou práci v systematizaci poznatků a vystavění logického modelu výkladu. Proto část textu jakoby nabývala charakteru učebnice, což by v doktorské práci nemuselo být, ale zde se uvedený způsob zpracování jeví plně funkční. Podle mého názoru je to dáno způsobem přístupu, kdy autor potřebuje systematicky vyložit zkoumaný problém, a proto jej zpracovává metodou objasnění od obecného ke konkrétnímu. To mu zároveň umožňuje vyvozování závěrů konfrontací teoretických hypotéz a empirických zkoumání. Zvoleným způsobem výkladu se stává text "čtenářsky přívětivější" a pro nás, kteří se bezprostředně nepohybujeme běžně ve všech zákrutech monetární teorie a ekonometrie, včetně jejich termínu, umožňuje lépe sledovat výklad.

V této souvislosti lze ocenit autorův tvůrčí postup projevující se např. obzvláště v subkapitole 3.4. Zde jasně prokazuje schopnost tvůrčím způsobem a se znalostí problematiky uvažovat o aplikaci teorie. Proto chápu výsledky jeho postupu za logické za velmi průkazné.

Autorem zvolený přístup má však některé objektivní slabiny. První je problém platnosti předpokladů. Podle mého názoru nejde pouze o "puzzles", které jsou zde definovány jako rozdíl mezi teoretickými modely a výsledky reálné ekonomiky. Jde tu také o podstatu a smysl používaných kategorií. Jako extrémní příklad lze uvést úrokovou míru Centrální banky v Bhútánu. Jistěže její pohyb má smysl a význam, ale zcela určitě dopadá na obyvatele jinak než v Norsku. Proto jsem trochu opatrný při interpretaci některých závěrů, byť jsou logicky zdůvodněné.

Druhý problém vidím v metodologickém předpokladu, jakoby monetární sféra byla primární vzhledem k reálné ekonomice. Z hlediska přístupu doktoranda je to pochopitelné ve smyslu výkladové bezrozpornosti. Nejsem si však jistý, zdali synchronizace hospodářských cyklů je důsledkem fungování monetární sféry. Jsem spíše přesvědčen o rozhodujícím vlivu reálné ekonomiky (viz např. vývoj v 90. letech), kterou zcela jistě ovlivňují monetární procesy. Jinak řečeno zdá se mi, že autor v některých případech spíše zkoumal zpětné vazby v ekonomických mechanismech, což pak nebylo v závěrech dostatečně zdůrazněno. Tímto tvrzením nechce autor posudku "znevažovat" význam monetární sféry, ale vyjadřuje své přesvědčení, že konečným korektivem monetárních procesů je reálná ekonomika.

S tím souvisí i jediná zásadnější výhrada k posuzované práci. Domnívám se, že integrace finančních (i jiných) trhů je záležitostí nastolení podmínek v oblasti:

- a) ekonomické,
- b) technické,
- c) právní,
- d) politické,
- e) sociálně kulturní.

Tyto "tvrdé" i "měkké" parametry prostředí, v jejichž rámci se integrační procesy odehrávají, se mi zdají být v práci málo zdůrazněny. Bylo by vhodné, kdyby autor v rámci obhajoby blíže osvětlil svůj vztah k těmto momentům z hlediska integrace finančních trhů.

Při pohledu na jednotlivé problémy by se dalo teoreticky diskutovat o celé řadě přístupů, ale každý autor při zpracování látky musí volit z řady možných přístupů jeden jediný. Proto se zde zmíním jenom o problémech, které jsem možná nepochopil.

Jde mi o tvrzení na str. 94, 3. odstavec, s jehož logikou plně souhlasím, ale nejsem si jist optimismem závěru, že "ani v jedné zemi nebude nutné, aby se spotřeba (...) nebo úspory (...) výrazně změnily." Jde o to, že na finančním trhu lze pracovat s jednotnou úrokovou sazbou a při portfoliu s jednotným výnosem. Při nákupu akcií v reálném sektoru však nic takového neexistuje, jde o snížení národního bohatství a to zpravidla s nejvyšším zhodnocením. Ve svém důsledku v dlouhodobém období dojít k zaznamenání změny ve spotřebě dané země. Jinak řečeno, zdá se mi, že pro reálnou ekonomiku neutralita pohybu úspor neplatí.

Pro rovnici 111 (str. 55) bych pravděpodobně zvolil širší vysvětlení. Jestliže Y v tomto pojetí je jednotkou nabídky i poptávky, pak z keynesiánského hlediska (3. odstavec str. 56) může logicky dojít ještě k jednomu vyrovnaní a to poklesu Y_1 oproti Y_0 a nevyužití kapacit nabídky.

S tím souvisí asi nešťastná formulace na str. 56 pod rovnicí (114). Podle mého názoru při větších skutečně realizovaných investicích než plánovaných zásoby poklesnou (kategorie stavu), neboť se zmenší o změnu stavu (kategorie toku) a naopak.

K subkapitole 4.3.2 mám poznámku v tom smyslu, že mi chybí zmínka o investičních strategiích. Problém vidím ve vzniku a růstu významu produkčních a odbytových sítí a tomu přízpůsobujících se vlastnických vztahů. To ovlivňuje asi i mezinárodní pohyby kapitálu (přímé zahraniční investice pravděpodobně více než portfolio kapitál).

Taktéž u kapitoly 4.4 souhlasím s obsahem, přesto však mám jisté pochybnosti, zdali je možné jednoznačně hovořit o tom, že "Mezi národními úsporami a domácími investicemi jednotlivých zemí by tedy neměl existovat silný vztah" (str. 261). Problém vidím v existenci veřejných investic. Vezmeme-li v úvahu rozsah veřejného sektoru a velikost jeho investic a položíme-li si otázku, mají-li být hrazeny z domácích či zahraničních zdrojů, pak bez ohledu na integraci finančních trhů se mi zdá být nutná spíše užší korelace. Jinak dle mého pojetí stát přestává mít význam. Pokud připustíme jeho existenci a připustíme ideu ricardiánské ekvivalence, pak lze odmítnout pro veřejný sektor úzké napojení na mezinárodní finanční trhy. Ale to je pravděpodobně na další doktorskou práci.

Závěrem posudku bych chtěl říci, že se jedná o vynikající doktorskou práci, která inspiruje čtenáře k přemýšlení nad problematikou. Výše napsané "výhrady" jsou toho důkazem, protože je nepovažuji za něco, co snižuje hodnotu práce. Chtěl bych věřit, že doktorandovi pomohou k jeho dalšímu vědeckému růstu.

Proto práci doporučuji k obhajobě a v případě úspěšného obhájení doporučuji udělit titul Ph.D.

V Ostravě dne 28. 3. 2017

prof. PhDr. František Varadzin, CSc.