Oponentský posudek

na disertační práci Ing. Miroslava Titze

„Kvantitativní uvolňování: změna paradigmatu měnové politiky?“

Téma, kterému se věnuje disertační práce Miroslava Titze má z pohledu teorie a praxe hospodářské politiky mimořádnou závažnost, protože zkoumá zcela nedostatečně probádané teritorium interakce měnové a fiskální politiky, v němž se aktuálně nachází a pohybuje obrovské množství finančních prostředků. Jak naznačuje otazník v názvu dizertační práce, jedná se o téma provázené mnohými otevřenými otázkami. Práce propojuje teoretické poznatky s analýzou praxe kvantitativního uvolňování čtyř hlavních světových centrálních bank - FED, BoE, BoJ a ECB, přičemž diferencuje mezi jejich cíli, postupy a efekty. Z metodologického pohledu je práce přínosem k ekonomické teorii, protože vychází z propojení reálné ekonomiky s finančním trhem. Rovněž oceňuji metodologický přístup nevyužívající modelové techniky, které byly při hodnocení kvantitativního uvolňování dosud převážně využity v zahraniční literatuře, a které dle mého soudu dávají nejen rozporné, ale rovněž nepříliš přesvědčivé výsledky, a to především proto, že nejsou schopny dopady kvantitativního uvolňování zachytit komplexně, ale jsou zaměřeny pouze na některé specifické efekty (obvykle vliv na snížení dlouhodobých úrokových sazeb, rizikové prémie, apod.).

Teoretická část práce v prvním bloku objasňuje význam aktiv a pasiv centrální banky z řady hledisek, z nichž za nejdůležitější lze považovat aspekty monetizace veřejného dluhu a nezávislost centrální banky. Souhlasím s dílčím závěrem akcentujícím klíčový význam nastavení technických podmínek nákupu státních dluhopisů centrální bankou při odpovědi na otázku, zda dochází či nedochází k měnovému financování státu (kromě jasného rozlišení situace, zda stát je či není schopen se financovat na primárním trhu).

Autor v dalším bloku dobře upozorňuje na to, že v literatuře dosud neexistuje jednoznačně akceptovaná definice kvantitativního uvolňování a tím pádem ani jasně teoreticky vymezený rámec přístupu k analýze kvantitativního uvolňování. Přínosem autora je z tohoto pohledu jeho vlastní vymezení, resp. definice pojmu kvantitativního uvolňování (a dalších nestandardních nástrojů měnové politiky) od něhož další rozbor logicky odvíjí.

Teoretická část je podepřena zcela nadstandardním objemem prostudované a zpracované světové literatury historicky relevantní i soudobě aktuální. Důležitým závěrem odpovídajícím z teoretického hlediska na klíčovou otázku zda kvantitativní uvolňování představuje změnu paradigmatu měnové politiky (založené na současném mainstreamu) je to, že přechod na režim cílování inflace „vypnul“ portfoliový kanál měnové politiky, tento kanál pak není zahrnut v modelech centrálních bank. Kvantitativní uvolňování z tohoto hlediska znamená doplnění transmisního mechanismu centrálních bank operujících v režimu inflačního cílení o portfoliový kanál, což ovšem neznamená změnu paradigmatu z neo-keynesiánského pohledu. Souvisejícím přínosem tohoto bloku je pak i závěr, že kvantitativní uvolňování má ve svém důsledku podobné limity jako krátkodobá úroková sazba.

Z teoretického hlediska lze portfoliový kanál považovat za určitý „návrat peněz do měnověpolitického rozhodování“ poté, co je režim cílování inflace z měnové politiky vyloučil. To ale předpokládalo hladké fungování finančních trhů i bankovního systému. Nosným směrem výzkumu proto musí být identifikace všech kanálů transmisního mechanismu a mapování vazeb v rámci finančního sektoru a mezi finančním sektorem a reálnou ekonomikou. K těmto výzvám práce nepochybně významně přispívá.

Druhá část práce v prvních čtyřech kapitolách analyzuje kvantitativní uvolňování prováděné čtyřmi hlavními světovými centrálními bankami (FED, BoE, BoJ a ECB) s finálním zhodnocením dopadů opatření na finanční trhy a reálnou ekonomiku. Práce rovněž sumarizuje rizika z pohledu trhu státních dluhopisů, centrálních bank, finančního systému, resp. celkové finanční stability. V této souvislosti lze zdůraznit, že kvantitativní uvolňování je pouze jedním z faktorů dlouhodobě přetrvávajícího prostředí nízkých úrokových sazeb (too low for too long), a je třeba souhlasit s tím, že dokud nedojde k ukončení kvantitativního uvolňování, nelze hypotézy týkající se dlouhodobých rizik verifikovat.

Autor přesvědčivě argumentuje o vyšší efektivnosti kvantitativního uvolňování centrálních bank USA a UK, které odvrátily krach finančního systému a v rámci možností jej dokázaly stabilizovat. V souladu s teorií práce potvrdila vyšší intenzita efektivnosti kvantitativního uvolňování v období akutní fáze finanční krize a krize likvidity. Autor hodnotí politiku kvantitativního uvolňování prováděnou jednotlivými centrálními bankami objektivně. Souhlasím s tím, že na pomyslné škále změny paradigmatu stojí BoE a Fed na nižších hodnotách než BoJ a ECB. Z mého pohledu jsou v závěru dobře pojmenována hlavní rizika, které kvantitativní uvolňování mohlo a může znamenat a přinést do budoucna. Koneckonců jednostupňový bankovní systém nepředstavuje pro ČR minulost příliš vzdálenou.

Předložená disertační práce splňuje po odborné i formální stránce všechny požadavky kladené na disertační práci, obsahuje standardní citační a poznámkový aparát, i nadstandardně bohatý seznam literatury. Autor prostudoval, analyzoval a byl schopen do vlastního originálního textu přetavit mimořádné kvantum odborné literatury. Autor rovněž prokázal vysokou schopnost důkladné práce s teorií a jeho vlastní přínos ke zkoumané problematice je evidentní. Prosím v průběhu obhajoby zodpovědět dotaz, která centrální banka jednala dle autora nejefektivněji a vytvořila do budoucna nejnižší rizika.

Mnohé závěry či analytická argumentace by byly přínosem pro aktuální učební texty, za úvahu stojí vytvoření monografie na téma aktuálního manipulačního prostoru centrálního bankovnictví v operačním modu cílování inflace. Můj závěr je jednoznačný: Práci doporučuji k velké obhajobě.

5. dubna 2018 Doc. Ing. Eva Zamrazilová, CSc.