NÁRODO HOSPODÁŘSKÁ FAKULTA VŠE V PRAZE

Národohospodářská fakulta Vysoké školy ekonomické v Praze, nám. Winstona Churchilla 4, 130 67 Praha 3
tel.: +420 224 095 521, fax: +420 224 221 718, URL: http://nf.vse.cz

POSUDEK OPONENTA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Jméno studenta: Nhat Linh Nguyen .....

Název práce: Welfare Based Evaluation of Monetary Policy Conduct in the Czech Republic.

Jméno oponenta práce: Pavel Potužák .....

	1	2	3	4
Hodnocení tématu samého (bez ohledu na studenta)**:**				
1.1 Nakolik je téma práce aktuální a významné?	x	☐	☐	☐
1.2 Jak náročné je téma na teoretické znalosti?	x	☐	☐	☐
1.3 Jak náročné je téma na praktické zkušenosti či práci v terénu?	☐	x	☐	☐
1.4 Nakolik je dostupnost podkladových materiálů obtížná?	☐	x	☐	☐

Slovní hodnocení (několik vět), zejména:
Bod 1.1: Téma práce je vzhledem k nedávno ukončenému kurzovému závazku ČNB mimořádně aktuální. I když to z názvu práce přímo nevyplývá, autor se zabývá dopady jisté modifikace v provádění měnové politiky, a sice jak zařazení stabilizace nominálního měnového kurzu do měnově-politického pravidla ovlivní blahobyt agentů. Pro svou analýzu využívá důmyslný DSGE model.

Popř. ostatní:

2. Hodnocení struktury a logické provázanosti práce:				
2.1 Nakolik je struktura práce logická a přehledná?	☐	x	☐	☐
2.2 Nakolik využívá autor aktuálních a vhodných pramenů?	x	☐	☐	☐
2.3 Jak vhodně zvolil autor metody ve vztahu k tématu?	x	☐	☐	☐
2.4 Nakolik dostatečně a funkčně autor vybavil práci zejména nepřevzatými grafy, tabulkami, daty, přílohami apod.?	x	☐	☐	☐
2.5 Jaká je úroveň vzájemné kompatibility mezi prvky základní linie práce: téma – zadání práce – cíl – struktura – závěry?	x	☐	☐	☐

Slovní hodnocení (několik vět), zejména:
Bod 2.1: Práce má jisté rezervy v přehlednosti, a to zejména díky přeskokům v odvození určitých výpočtů, malým reportovaným grafům a častým chybám v jazyku, odkazech a seznamu literatury.

Bod 2.5: Splněno.
Popř. ostatní:

3. Hodnocení kvality textu práce:				
3.1 Jak hluboce a kvalitně autor téma analyzoval?	x	☐	☐	☐

Instrukce pro zpracovatele: Autor posudku musí vyplnit slovní hodnocení k vyznačeným bodům, které jsou pro hodnocení práce, zejména u obhajoby, stěžejní, a proto hodnocení musí mít přiměřenou vypovídací schopnost.
Pozn.: způsob klasifikace: 1 = výborně, 2 = velmi dobře, 3 = dobře, 4 = nedostatečně.

3.2 Zformuloval autor cíl práce jasně a logicky strukturovaně?	x	☐	☐	☐
3.3 Nakolik autor naplnil vytčený cíl práce a schválené zadání práce, jehož je cíl součástí?	x	☐	☐	☐
3.4 Jak hluboce a kvalitně autor zpracoval teoretickou část práce?	☐	x	☐	☐
3.5 Jak hluboce a kvalitně autor zpracoval praktickou, resp. analytickou část práce?	x	x	☐	☐
3.6 Nakolik jsou závěry práce logicky strukturované a kvalitní a jakou obsahují míru přidané hodnoty?	x	☐	☐	☐

Slovní hodnocení (několik vět), zejména:
Bod 3.2: Cíl práce byl zformulován jasně...
Bod 3.3: ... a byl naplněn.
Bod 3.4: V teoretické části práce představuje autor základní přístup a pojmy, které bude ve své analýze používat. Autor seznamuje čtenáře s pojmem cenové stability, dále s diskuzí diskrece versus pravidla, režimem inflačního cílování, transmisním mechanismem, rolí očekávání, dopady do blahobytu apod. Tato sekce však dle mého názoru nedostatečně rozebírá klady a zápory flexibilního a fixního měnového kurzu. Autor se totiž snaží ukázat v aplikační části své práce, že jistá stabilizace nominálního měnového kurzu může zvyšovat blahobyt. Teoretický podklad pro tuto analýzu však není dostatečný.

Jinými slovy, autor vcelku ignoroval obsáhlou literaturu, která se zabývá problematikou měnových kurzů. Například je známo, že zde může být trade-off mezi cenovou a kurzovou stabilitou, a to zejména v konvergující ekonomice (jako je Česká republika). Důvodem je posun reálného kurzu ke své hodnotě ve stálém stavu. Obecně platí, že pokud má reálný kurz tendenci se pohnout určitým směrem, není z podstaty věci možné dosáhnout cenové stability i stability nominálního měnového kurzu, aniž by nevyvstaly velké distorze a nerovnováhy v dané ekonomice, které dříve nebo později povedou k nutnosti opustit jeden z těchto cílů. Proto je překvapivé, že autorova analýza v aplikační části ukázala na superioritu tohoto duálního mandátu. Je zřejmé, že nějaký důležitý kanál musí v jeho analýze chybět.

V práci dále není zdůrazněn fakt, že (externí) šoky mohou být zčásti odstíněny pohybem nominálního měnového kurzu bez významnějších dopadů do domácího reálného produktu a cenové hladiny (míry inflace). Naopak v případě, kdy centrální banka stabilizuje měnový kurz, jsou tyto šoky plně promítnuty do domácí ekonomiky a díky krátkodobé strnulosti cen pak zejména do reálného produktu. Toto se uvádí jako hlavní nevýhoda stabilizovaného měnového kurzu oproti kurzu flexibilnímu.

Dále je zde jeden důležitý mikroekonomický argument. Z textu není jasné, proč by stabilizace nominálního měnového kurzu měla zvyšovat blahobyt (agentů). Měnový kurz je cenou a měl by reflektovat změny na trhu (pramenící třeba i ze změn preferencí). Není tedy jasné, proč by stabilita určité ceny měla zvyšovat blahobyt spotřebitele. Lze naopak tvrdit, že optimální alokace zdrojů, která maximalizuje blahobyt, vyžaduje změnu cen(y), a třeba i měnového kurzu.

Obecně duální mandát v podobě cenové i kurzové stability mohl být v DP více rozebrán v souvislosti s tzv. indexem měnových podmínek.

Instrukce pro zpracovatele: Autor posudku musí vyplnit slovní hodnocení k vyznačeným bodům, které jsou pro hodnocení práce, zejména u obhajoby, stěžejní, a proto hodnocení musí mít přiměřenou vypovídací schopnost.
Pozn.: způsob klasifikace: 1 = výborně, 2 = velmi dobře, 3 = dobře, 4 = nedostatečně.

Mé další poznámky k této části jsou následující:

Argument na str. 9, že při očekáváné 2% míře inflace nastaví firmy dvouprocentní růst cen i nominálních mezd, je konzistentní pouze se stacionární ekonomikou, kde nerostou reálné mzdy v čase.

Popisované kanály inflace č. 2 a 3 na str.9-10 jsou spojeny s agregátní nabídkou (jejím poklesem), přičemž první kanál, jak píše autor, je spojen s agregátní poptávkou a jejím růstem.

Bod 3.5: Aplikační část práce vystavuje DSGE model dle podkladového článku. Model je rozšířen tím, že autor aplikuje odhadovou techniku vyššího řádu, tj. nikoliv pouhou linearizaci, což mu umožňuje analyzovat dopady různých forem Taylorova pravidla (s různou vahou na měnový kurz) do blahobytu agentů.

Dle mého názoru je nejvážnější vadou této části skutečnost, že autor ve svém modelu nezohlednil to, že česká ekonomika konverguje (na svou BGP). Tím pádem ani reálný měnový kurz nemůže být nejspíše stabilní, a tak duální stabilita cenové hladiny i nominálního měnového kurzu je dokonce nežádoucí jev z hlediska blahobytu. Autorův model je postaven pro ekonomiku ve stálém stavu, avšak vývoj reálného měnového kurzu v konvergující ekonomice (který by maximalizoval blahobyt) může být zcela odlišný než jeho cesta (nejspíše stabilita) ve stálém stavu (na BGP).

Struktura modelu je převzata z Galí a Manuelli (2005). Autor tuto skutečnost uvádí. Přesto by mohl daný článek častěji citovat ve svém odvození modelu pro případ, že se ho plně drží, či v částech, kde se odchyluje. Např. autorova rovnice (3.7) neobsahuje oproti originálu daně/transfery. Dále odvození spotřebních indexů není v původním článku uvedeno, a tak není jasné, odkud ho autor převzal (Galího učebnice?, i tak mnohé kroky nejsou uvedeny). Autor také využívá v modelu nedokonale-konkurenčních výrobců meziproduktů, které jsou kompletovány dokonale-konkurenčními finálními výrobci. I zde chybí odkaz na původní zdroj, protože výše uvedený článek využívá jiný přístup. Dále je určitou vadou v modelu, že daní výrobci nevyužívají dovážené meziprodukty ze zahraničí, čímž odsouvá do pozadí velice důležitý kanál pro měnový kurz.

Klíčová reakce modelu, popsaná na str. 58 a 59, je trochu podivná. Pozitivní šok do produktivity zvyšuje míru inflace a zhoršuje čistý export, i když daná ekonomika je schopna vyrábět více. Toto může být způsobeno pouze nedostatečnou reakcí měnové autority na pozitivní šok do úrokové míry, který je způsoben právě růstem produktivity. Mechanismus je nejspíš takový, že vyšší očekávaný důchod v budoucnosti tlačí (přirozenou) úrokovou míru nahoru a CB nedostatečně reaguje. Model neobsahuje kapitál, a tak technologický šok nemůže zvyšovat mezní produkt kapitálu.

Podivná a kontra-intuitivní je také depreciace domácí měny po pozitivním technologickém šoku. Tato je však nutná v rámci modelu, pokud domácí cenová hladina roste rychleji než zahraniční. Dále je sporné, zda změna v domácí ekonomice (která je malou otevřenou ekonomikou) může mít vliv na zahraniční cenovou hladinu (str. 59).

Instrukce pro zpracovatele: Autor posudku musí vyplnit slovní hodnocení k vyznačeným bodům, které jsou pro hodnocení práce, zejména u obhajoby, stěžejní, a proto hodnocení musí mít přiměřenou vypovídací schopnost.
Pozn.: způsob klasifikace: 1 = výborně, 2 = velmi dobře, 3 = dobře, 4 = nedostatečně.

A nakonec je velmi podivný i pokles reálné mzdy po pozitivním technologickém šoku. Komu tedy plynnou vyšší důchody, když v modelu není kapitál? Je to vyšší ekonomický zisk monopolistů? Celkové pracovní důchody (mzda krát práce) totiž klesají, protože dle simulací na str. 58 klesá i nabídka práce. Toto je také podivné, jelikož se práce v modelu chová proticyklicky (produkt roste a práce klesá, což je zcela v rozporu s daty během hospodářského cyklu).

Mé další komentáře jsou následující (řazeno dle umístění v DP):

Autorův model (str. 21) by bylo lepší nazvat novým keynesovským než RBC modelem, i když samozřejmě NKE na RBC stojí.

V modelu není přítomen kapitál jako výrobní faktor.

Autorovo velké Pí není míra inflace ale (1 + míra inflace) (str. 36).

Ve své práci autor předpokládá konstantní reálný měnový kurz na úrovni 1 (???) ve stálém stavu dané ekonomiky.

V modelu explicitně nefiguruje nekrytá úroková parita, respektive je skryta v sekci 3.7 na str. 40?

Na str. 41 předpokládá autor čistý export nulový? Tedy země si nemůže půjčovat ze zahraničí, a tak zde není žádný mezinárodní pohyb kapitálu? Na druhou stranu autor předpokládá rovnost výnosů z dluhopisů mezi státy (str. 40).

Taylorovo pravidlo (3.77) na str. 42 nemá vpřed hledící formu, i když autor v teoretické části zdůrazňuje a popisuje inflation-forecast targeting.

Autor nekomentoval důležitost Taylorova principu pro stabilitu svého modelu.

Model se tedy nehodí na konvergující ekonomiku, jako je Česká republika. Na druhou stranu, Tayolorovo pravidlo na str. 42 by mohlo být reinterpretováno tak, že se CB snaží minimalizovat odchylku kurzu od jeho (konvergenčního) trendu.

V užitkové funkci (3.2) na str. 49 má být minus před zlomkem s N.

V rovnicích (3.66) a (3.67) má být nejspíše „exchange rate“, nikoliv „interest rate“ (str. 50-51).

Poměr importu na HDP je z dnešního pohledu stanoven relativně nízko (0,6 vs. cca 0,8) (str. 54).

IRF (impulzní funkce odezvy) na str. 58 (a dále) nejsou příliš čitelné.

Instrukce pro zpracovatele: Autor posudku musí vyplnit slovní hodnocení k vyznačeným bodům, které jsou pro hodnocení práce, zejména u obhajoby, stěžejní, a proto hodnocení musí mít přiměřenou vypovídací schopnost.
Pozn.: způsob klasifikace: 1 = výborně, 2 = velmi dobře, 3 = dobře, 4 = nedostatečně.

Věta na str. 60 v pozn. 7 není příliš jasná. Trochu připomíná podivné (obrácené) implikace z Fisherovy rovnice, které se nedávno objevily (zejména v Turecku):

"If the CPI inflation path is persistently above the nominal interest rate path, the real interest rate path must be negative in order to dampen the higher CPI inflation (assuming the Fisher equation holds at all time)."

Opět na str. 61 autor předpokládá, že šok v domácí ekonomice (tentokrát do měnové politiky) může ovlivnit output a ceny v zahraničí, což je velmi podivný závěr pro malou otevřenou ekonomiku.

Autor tedy našel optimální váhu pro měnový kurz v měnovém pravidle, z hlediska blahobytu. Je to 0,6 (str. 64). Podle tabulky na str. 65 se ale zdá být optimální váha 1,27.

Bod 3.6: Přínos této diplomové práce je nesporný. Představuje příspěvek do diskuze o optimální formě měnového pravidla, respektive zda v systému inflačního cílování by centrální banka neměla zohlednit i stabilitu měnového kurzu. Tato analýza je pak provedena v náročném DSGE modelu.
Popř. ostatní:

---

4. Hodnocení formy a stylu práce:

4.1 Jaká je formální úprava práce?	☐	x	☐	☐
4.2 Jaká je kvalita citací a odkazů? Jsou identifikovatelné zdroje?	☐	☐	x	☐
4.3 Jaká je stylistická úroveň práce, zejména používání správné ekonomické terminologie?	☐	x	x	☐

Slovní hodnocení (několik vět), zejména:
Bod 4.2: Citování děl není zcela standardní.

U několika odkazů v seznamu literatury není dané dílo plně identifikované. Velice často chybí žurnál, ve kterém byl článek vydán, či zda se jedná o working paper, knihu, apod.

Na str. 17 je místo díla uvedený otazník. Tentýž problém se vyskytuje na str. 18. Nejspíš je to způsobeno automatickou tvorbou citací. Autor si však měl po sobě svou DP pořádně přečíst.

Autorem článku Fisher (1931) "Theory of Interest", The Quarterly Journal of Economics, uvedeného v seznamu literatury není Fisher. Jedná se o recenzi knihy Irvinga Fishera ze strany Gottfrieda Haberlera s názvem „Irving Fisher's "Theory of Interest".

Popř. ostatní: Oceňuji, že práce je psána v angličtině. Text však obsahuje celkem mnoho jazykových vad a překlepů (např. str. 52: „A standard-way way of analyzing these model"...)

---

5. Celkové hodnocení *(Nutno uvést konstatování, jestli práce splňuje z hlediska kvality obsahu, rozsahu a formálních náležitostí požadavky z Metodiky NF, zdali je práce doporučena k obhajobě či nikoli. Může být navržena i na zvláštní ocenění apod.)***:**

Instrukce pro zpracovatele: Autor posudku musí vyplnit slovní hodnocení k vyznačeným bodům, které jsou pro hodnocení práce, zejména u obhajoby, stěžejní, a proto hodnocení musí mít přiměřenou vypovídací schopnost.
Pozn.: způsob klasifikace: 1 = výborně, 2 = velmi dobře, 3 = dobře, 4 = nedostatečně.

Práce splňuje všechny náležitosti a doporučuji ji k obhajobě. DSGE model představený v práci by mohl aspirovat na výhru v soutěžích a jeho simulace by mohla být publikována.

Není pochyb, že pokud se čtenář podívá na práci z velké výšky, musí navrhnout výborně. Avšak při podrobnějším pohledu obsahuje práce řadu vad: zejména jazykových a citačních, ale i v základech koncepčních.

Dle mého názoru se autor nedostatečně vypořádal s problematikou výhod a nevýhod stabilizovaného měnového kurzu z hlediska ekonomického blahobytu. Příliš pospíchal k vytvoření důmyslného modelu, aniž by se hlouběji zamyslel nad smyslem otázky, kterou si pokládá.

Proto mnou udělaná známka je jakýmsi šťouchnutím oponenta do autora DP, aby příště, až vytvoří obdobně skvělý a rigorózní text, nezapomněl i na základní náležitosti práce.

Dále platí, že délka mého posudku neznamená, že jsem k práci absolutně kritický. Naopak obsáhlost mého posudku je známkou toto, že práci považuji za významný počin a s chutí a pozorně jsem si ji přečetl.

6. Otázky a připomínky k obhajobě:

Vysvětlete podrobně některé podivné/kontra-intuitivní chování veličin ve svém modelu po pozitivním technologickém šoku, které uvádím výše v posudku.

V modelu Vám vyšlo, že neodvolatelný fixní kurz je z hlediska blahobytu lepší než inflační cílování s flexibilním kurzem (str. 65). Je to pouze relikt Vašeho modelu, nebo k tomu existuje teoretická fundace?

Komentujte prosím také relativní velikost přírůstku blahobytu při stabilizaci měnového kurzu, a to i pro odlišné kalibrace perzistencí technologických šoků.

Případ poklesu reálné mzdy po pozitivním technologickém šoku: Komu tedy plynnou vyšší důchody, když v modelu není kapitál? Je to vyšší ekonomický zisk monopolistů?

Na str. 41 předpokládá autor čistý export nulový? Tedy země si nemůže půjčovat ze zahraničí, a tak zde není žádný mezinárodní pohyb kapitálu? Na druhou stranu autor předpokládá rovnost výnosů z dluhopisů mezi státy (str. 40).

V modelu explicitně nefiguruje nekrytá úroková parita, respektive je skryta v sekci 3.7 na str. 40?

Navržená známka: velmi dobře

Datum: 25.1. 2019 .....

Podpis oponenta práce

Instrukce pro zpracovatele: Autor posudku musí vyplnit slovní hodnocení k vyznačeným bodům, které jsou pro hodnocení práce, zejména u obhajoby, stěžejní, a proto hodnocení musí mít přiměřenou vypovídací schopnost.
Pozn.: způsob klasifikace: 1 = výborně, 2 = velmi dobře, 3 = dobře, 4 = nedostatečně.

Instrukce pro zpracovatele: Autor posudku musí vyplnit slovní hodnocení k vyznačeným bodům, které jsou pro hodnocení práce, zejména u obhajoby, stěžejní, a proto hodnocení musí mít přiměřenou vypovídací schopnost.
Pozn.: způsob klasifikace: 1 = výborně, 2 = velmi dobře, 3 = dobře, 4 = nedostatečně.