

Posudek na dizertační práci

PhD student: Jakub Jakl

Supervisor: doc. Ing. Karel Brůna, Ph.D.

Autor posudku: doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc.

Praha 20. srpna 2019

Název dizertační práce: *Quantitative Easing of Monetary Policy and its Manifestations in the Fixed Income Segment*

Doktorand zvolil velmi aktuální téma, které přitahuje pozornost především po nedávné finanční krizi, kdy centrální banky použily nekonvenční nástroje měnové politiky. Z pochopitelného důvodu jde tedy i o směr výzkumu, který je poměrně nový, a bez velké nadsázky lze říci, že je v mnoha ohledech na počátku. Dizertační práce poskytuje v úvodní kapitole cenný přehled literatury v dané oblasti a zároveň dává kontext v podobě ekonomického vývoje a měnových politik během krize. Nekonvenčními měnovými politikami vstoupily centrální banky do značné míry na neznámou půdu, kde se objevuje řada nových otázek. V současné době to navíc vypadá, že hlavní centrální banky budou v nekonvenčních politikách pokračovat, takže nové poznatky plynoucí z výzkumu uplynulého období mohou být velmi užitečné při plánování dalších kroků.

Po úvodní přehledové části následují čtyři oddělené kapitoly, představované nezávislými články, buď již publikovanými či přijatými k publikaci. Na celé dizertační práci oceňuji snahu zmapovat fungování transmisních kanálů "nové" měnové politiky. Současná situace do jisté míry připomíná počátky cílování inflace, kdy také byla řada otazníků nad transmisí měnové politiky, s níž před 20-25 lety bylo jen málo zkušeností.

Druhá kapitola pak přináší analýzu QE v USA a opírá se o dvě metody. Autor používá nejprve "event study approach"; sám ale připouští možná omezení této metody, neboť svoji roli může sehrát celá řada faktorů, které si při těchto pozorováních nedají spolehlivě zachytit. Přiznávám se, že výsledná tabulka 2.5 na mě nepůsobí nijak přesvědčivě - mezi jednotlivými druhy cenných papírů jsou ohromné rozdíly a je evidentní, že na volatilitu výnosů působila celá řada různých faktorů. Nejsem si proto zcela jistý, jak tabulky interpretovat. Kromě toho bych uvítal, kdyby autor mohl případně při obhajobě vysvětlit vztah mezi uváděnými rovnicemi a tabulkou 2.5: v rovnicích avizuje rozklad výnosu cenných papírů na jednotlivé složky, v tabulce je však podle mě zaznamenaná pouze volatilita výnosu. Jak jsem již uvedl výše, autor si je vědom omezení "event study approach", proto aplikuje v další části i metodologii postavenou na

VAR, která nicméně potvrzuje signifikantní dopad QE, persistence se liší podle typu aktiva.

Další tři články zkoumají různé odkupy aktiv ze strany ECB. První z nich se zaměřuje na "public sector purchase programme" a potvrzuje funkčnost kanálu měnové politiky přes ovlivnění portfolií investorů - v souladu se záměrem ECB realokují složení svých portfolií a zařazují rizikovější aktiva. V dalším článku se autor zabývá programem pro odkup korporátních dluhopisů (corporate sector purchase programme) a zkoumá dopad na trh s korporátními dluhopisy. V posledním článku se pak autor zabývá dopadem QE politiky ECB na "SER spread" prostřednictvím vysokofrekvenčních dat.

Celkově se jedná o kvalitní doktorandskou práci na aktuální téma. Autor prokazuje velmi dobrý přehled dosavadního výzkumu v dané oblasti a prostřednictvím různých analytických metod zkoumá různé aspekty nekonvenčních měnových politik. Hlavní přínos vidím v mapování transmisních kanálů nekonvenčních měnových politik, v použití širšího arzenálu analytických metod a analýze různých aspektů nekonvenčních politik.

Předloženou dizertační práci doporučuji k obhajobě před příslušnou komisí.

Případné otázky pro obhajobu:

1. Autor na řadě míst v dizertační práci zmiňuje, že cílem centrálních bank při uplatnění nekonvenčních politik bylo ovlivnit výnosové křivky, ceny aktiv apod. Osobně se ale domnívám, že primárním cílem bylo zabránit poklesu inflace (a tedy propadu do recese). Mohl by autor vysvětlit, proč slovo "inlace" je v jeho práci poměrně málo frekventované, byť ve spojitosti s analýzami měnové politiky bych očekával jeho mnohem častější výskyt?

2. Zajímavá otázka může být spojena s nevinnou poznámkou v úvodní části, kde autor konstatuje, že "The process of assets purchases is due to its significant size accompanied by wealth effects and by crowding out of traditional market participants by the central bank". Z jiného zorného úhlu by se ale dalo tvrdit, že centrální banky vstoupily na trh právě proto, že z něj tradiční investoři odešli a centrální banky pak sehrály roli "market maker of the last resort". Jejich vstup tedy naopak umožnil se tradičním investorům na trhy vrátit.