

Oponentský posudek disertační práce: „Dopady nízkých úrokových sazeb České národní banky na reálnou ekonomiku a sektor stavebnictví“

Autor disertační práce: Ing. David Křížek

Školitel studenta: doc. PhDr. Ing. Lucie Severová, Ph.D.

Autor posudku (oponent): doc. Mgr. Ing. Petr Wawrosz, Ph.D.

Student Ing. David Křížek předkládá k obhajobě před příslušnou komisí svou disertační práci s názvem „Dopady nízkých úrokových sazeb České národní banky na reálnou ekonomiku a sektor stavebnictví“. Jedná se o aktuální téma – po tzv. Velké recesi (kterou lze nepřesně datovat rokem 2008, např. pádem investiční banky Lehman Brothers) v podstatě až do roku 2021 zažívala řada zemí období velmi nízkých úrokových sazeb, které však v minulosti nebyly pravidlem. Práce se zaměřuje na Českou republiku a autor dokládá, že v ČR po roce 2008 klíčová sazba České národní banky (dvoutýdenní repo sazba) klesala z hodnoty 3,75 %, která byla stanovena na počátku roku 2008, až na hodnotu 0,05 %, které dosáhla v listopadu 2012. Na této hodnotě setrvala až do července 2017, tj. prakticky 5 let. Je to ostatečně dlouhé období, aby mělo smysl vliv nízkých úrokových sazeb (pod hodnotou 0,4 % se v tomto skoro pětiletém období pohybovaly i další úrokové sazby ČNB – diskontní a lombardní). Mezi červencem 2017 až lednem 2020 zde uvedené úrokové sazby rostly. Nicméně v březnu 2020 z důvodu pandemie onemocnění Covid 19 opět došlo k jejich poklesu – dvou týdnů repo sazba a diskontní sazba byly na úrovni 1 %, lombardní na úrovni 2 %. Tématem práce už nemohlo být zvyšování úrokových sazeb v druhé polovině roku 2021 v důsledku vyšší aktuální a očekávané inflace a logicky, vzhledem k datu svého odevzdání, práce nemohla reagovat ani na události roku 2022 (zejména Rusko-ukrajinský konflikt), které se nepochybně projeví v hodnotě inflace a politice ČNB.

Práce si jako hlavní cíl (s. 16 textu) klade „na základě studia odborné ekonomické literatury a statistických a matematických metod falzifikovat vliv mezi primárním nástrojem České národní banky reprezentovaným úrokovou 2T repo sazbou v situaci, kdy dochází k jeho poklesu k spodní hranici kladného pásma možných změn a indikátory národního hospodářství s důrazem na sektor stavebnictví, a to v letech 2008-2020.“ Osobně bych místo slova „falzifikovat“ použil např. „vyhodnotit“ či „analyzovat“, nicméně cíl je stanoven zřejmě, je relevantní, vzhledem ke zde uvedenému má smysl vliv (dopad) takto nízkých úrokových sazeb zkoumat. Na základě stanoveného cíle práce stanoví (str. 17 textu) tři výzkumné otázky (VO). První a druhá se týkají vztahu mezi úrokovými sazbami ČNB a úrokovými sazbami komerčních bank, respektive hrubým domácím produktem. Třetí je poněkud obecnější – v zásadě se ptá, které makroekonomické teoretické přístupy jsou v praxi relevantní a které nikoliv. Práce potom na straně 17 a 18 definuje 6 dílčích cílů, jejichž prostřednictvím má být splněn cíl hlavní respektive zodpovězeny VO.

Z těchto šesti cílů je odvozena i struktura kapitol. Práce začíná popisem problematiky monetární politiky, makroekonomických a mikroekonomických funkcí centrální banky a teoretických přístupů k centrálnímu bankovníctví. Práce zde má (logicky) spíše popisný charakter, dle mého názoru ale obsahuje vše podstatné. Žádoucí by ale bylo větší zastoupení aktuálních textů, zejména vědeckých článků (tj. s datem publikace od cca roku 2017 a dále).

Dále se práce zabývá v souladu s druhým dílčím cílem problematikou teorie úrokových sazeb. I zde práce zejména shrnuje současné vědecké poznání, převážně tedy nepřichází s novými vědeckými poznatky. I toto shrnutí je ale užitečné, za podstatné zde pokládám zejména popis úrokového transmisního mechanismu včetně časových zpoždění v tomto mechanismu a data o jeho působení v českých podmínkách včetně možného vlivu na HDP, inflaci, tvorbu hrubého fixního kapitálu v ČR za všechna odvětví a speciálně ve stavebnictví. Problematika končí přehledem vybraných ekonomických teorií k úrokovým sazbám.

Čtvrtá kapitola práce začíná přehledem odvětví stavebnictví v ČR, přičemž mj. zmiňuje i některé studie zkoumající vliv úrokové sazby na stavební produkci (případně obdobný ukazatel) v zahraničí. Tyto studie jsou pro téma práce podstatné, dle mého názoru by jim dokonce mohla být věnována větší pozornost, možná by systematicky měly být zařazeny jindy. Dále práce (v kapitole 4.2) podává přehled úrokových sazeb ČNB od roku 2008 do roku 2021, přičemž tento vývoj srovnává s vývojem sazeb Evropské centrální banky, polské, respektive maďarské centrální banky. Těmito kapitolami je naplněn třetí dílčí cíl.

Jestliže dosavadní kapitoly spíše vycházely z existujícího poznání, respektive existujících dat, které sumarizovaly, případně dávaly do souvislostí, potom kapitola 4.3 přináší vlastní analýzu – vztah mezi dvoutýdenní (2T) repo sazbou a sektorem stavebnictví. Jedná se o zprostředkovanou analýzu – práce nejprve zkoumá vztah mezi repo sazbou a sazbou PRIBOR. Práce zde volí časové zpoždění tři měsíců. Určité časové zpoždění je logické – sazba PRIBOR bude reagovat na změny *repo sazby* s nějakým časovým odstupem. Zdůvodnění, proč ale volba tří měsíců by mohlo být podrobnější, nikoliv tedy odkaz na jeden článek. Dále práce zkoumá vztah mezi 2T repo sazbou v % a RPSN sazbou hypotečních úvěrů v % pro domácnosti opět při zpoždění 3 měsíce. Práce obecně jako metodu zkoumání volí regresní analýzu. Lze se domnívat, že se jedná o vhodně zvolenou metodu, práce zdůvodňuje její výběr ve své druhé kapitole a dle mého názoru předkládá relevantní argumenty. U zde uvedených vztahů je třeba ocenit, že, pokud práce našla odlišné závislosti v dílčích obdobích, tak je explicitně zmiňuje a snaží se je zdůvodnit. Práce dále zkoumá stále pomocí regresní analýzy:

- vztah mezi objemem nových hypotečních úvěrů poskytnutých domácnostem na bydlení v milionech Kč s 2T repo sazbou při zpoždění 1 rok
- vztah mezi RPSN sazbou hypotečních úvěrů v % a objemem hypotečních úvěrů při zpoždění 1 rok, přičemž obě hodnoty byly logaritmovány
- vztah mezi úrokovou sazbou úvěrů pro nefinanční podniky % a objemem úvěrů pro nefinanční podniky v mil. Kč

Práce na základě jednotlivých zkoumání odpovídá na první VO. V souhrnu se domnívám, že práce klade relevantní výzkumnou otázku, k jejímu zodpovězení používá relevantní statistické postupy, které zkoumají relevantní závislosti. Práce tak u první VO dochází k odpovídajícím výsledkům.

Následující subkapitola 4.3.2 opět pomocí regresní analýzy hledá odpověď na druhou VO. Práce zde zkoumá několik vztahů mezi 2T repo sazbou indexem stavební produkce, indexem cen nové bytové výstavby a HDP. Práce zde, na rozdíl od první VO nenachází jednoznačnou závislost. Je to vcelku logické, větší vliv měly pravděpodobně jiné faktory – z makroekonomických např. devizovové intervence ČNB, z mikroekonomických zdlouhavost procesu zahajování nové bytové výstavby a vyšší poptávka po bytech, ke které ale přispěla svou uvolněnou cenovou politikou i ČNB. Z hlediska použité metody a závěrů platí, co je uvedeno v předcházejícím odstavci mého hodnocení.

Kapitola 4.4 práce se týká třetí VO. Ta zní následovně „V situaci tzv. technicky nulové úrokové 2T repo sazby (0,05 %) jsou identifikovány žádoucí dopady charakterizované ekonomickým myšlením nového konsensu a není třeba přistoupit za dané nestandardní situace k doporučením provádění měnové politiky popsané ekonomickou školou postkeynesiánství.“. Z mého pohledu je tato VO formulována nejasně. Práce by musela zcela explicitně definovat, co myslí pod pojmem nový konsensus, co jsou jeho žádoucí dopady a co jsou doporučení popsané či vycházející z ekonomické školy postkeynesiánství. Práce, tak částečně činí (např. v kapitolách 3.3.2 a 3.7.3), nicméně jasné explicitní vymezení ve výsledku absentuje. Práce v kapitole 4.4 nejprve představuje 9 znaků, které by měly charakterizovat dobrou ekonomickou teorii i ekonomickou praxi (ekonomické praxe se týkají např. body 7 o tom, co by mělo zajímat centrální banku (CB) a bod 9 o postavení CB). Tyto znaky vycházejí z literatury, tj. nejedná se o nahodilý výběr. I tak by ale bylo žádoucí komplexněji a systematicky zdůvodnit, proč právě tyto znaky. Tím, že se body týkají jak ekonomické teorie, tak praxe, působí poněkud nesystematicky. Práce se zde navíc nutně dostává do polohy normativní ekonomie, svým způsobem řeší, která teorie či praxe je lepší či žádoucí, měla by proto zdůvodnit, co je kritériem výběru. Některé body jsou navíc velmi diskutabilní a zasloužili by si lepší argumentaci - např. bod 4 tvrdící, že klasická ekonomie a konkrétně T. Malthus jsou inspirací, bod 5, že makroekonomie má přednost před makroekonomií, bod 7, že klíčovými tématy (z textu práce pouze nepřímo plyne, že pro centrální banky) je ekonomický růst a distribuce příjmů. Práce potom v tabulce 13 na straně 145 a 146 formuluje 9 doporučení, které posléze na stranách 145 a 146 shrnuje. Jakkoliv práce tato doporučení vztahuje k třetí VO, podle mého názoru, aby bylo dokázáno, že je třeba provádět měnovou politiku popsanou ekonomickou školou postkeynesiánství, musela by jít práce ještě dále, respektive do větší hloubky. Tím není řečeno, že se nejedná o relevantní doporučení, respektive o doporučení, která vycházejí ze současného stavu poznání a odpovídajících ekonomických teorií.

V páté kapitole (Diskuse) se práce vrací ke svým hlavním zjištěním, které dává do kontextu s další literaturou, respektive fakty. Jedná se o standardně napsanou „diskusní“ kapitolu. Totéž lze říci i o závěru.

V souhrnu přes výše uvedené výhrady konstatuji, že

- práce splnila zadaný cíl a použila k jeho splnění vhodné metody
- jedná se o práci na aktuální téma, která přispívá k rozvoji vědního oboru i pro praxi
- výsledky práce jsou relevantní a jsou doktorandovým přínosem.

Proto souhlasím, aby práce byla přijata k obhajobě a po jejím úspěšném obhájení byl doktorandovi udělen titul Ph.D.

V Praze dne 10. března 2022

Doc. Mgr. Ing. Petr Wawrosz, Ph.D.