Oponentský posudek

na habilitační práci Ing. Bohumila Stádníka, Ph.D.

„Trhy dluhopisů“

Habilitační práce Ing. Bohumila Stádníka, Ph.D. vykazuje charakter monografie, která se zabývá problematikou trhů dluhopisů, především pak jejich obchodováním a oceňováním. A jak je uvedeno na straně 11, je v ní vedle pojednání o praktických aspektech nakládání s dluhopisy kladen důraz na jejich matematický popis a dále na finanční interpretaci všech matematických souvislostí a zjednodušení dluhové problematiky pro finanční praxi. Toto zaměření práce považuji za aktuální a obsahové vymezení uvedené v obsahu za zajímavé a všeobecně přínosné.

Úvodní kapitola, ve které se autor zabývá finanční matematikou související s dluhopisy, považuji za standardní, přičemž kladně hodnotím uvedení vhodných praktických příkladů.

Obsahem druhé kapitoly je popis parametrů jednotlivých druhů dluhopisů v souvislosti s procesy, jež souvisejí se vztahem jejich výnosnosti a ceny. Dále je zde věnována pozornost citlivosti dluhopisů na změny úrokové míry, přičemž je vcelku dobře pracováno i s durací a konvexitou. A dále, i když poměrně stručně, je zde obsažena rovněž problematika imunizace dluhopisového portfolia. Na druhé straně však musím konstatovat, že jsem v této kapitole nalezl nejslabší část celé práce. Jako velice slabou hodnotím konkrétně subkapitolu 2.18 nazvanou „Specifické dluhopisy“. Sem autor zařadil vcelku správně jednak tzv. „Katastrofické dluhopisy“, které, pokud jsou úročené, lze systémově považovat za dluhopisy s implementovanou knock-out opcí. Pokud však jde o „Strukturované dluhopisy“, buď je neměl vůbec zmiňovat (a svoji monografii nazvat a vymezit jinak), anebo jim měl věnovat mnohonásobně širší prostor. Popsat jejich vlastnosti na pouhých šesti řádcích považuji za naprosto nemyslitelné, zvláště když se jedná o velice specifické derivátové instrumenty spadající do skupiny strukturovaných produktů.

Třetí kapitola je podle mého názoru kapitolou stěžejní, jelikož se zabývá obchodováním dluhopisů. K této kapitole nemám význačných připomínek; naopak kladně hodnotím poměrně hluboké a to nejen teoretické, nýbrž i praktické znalosti autora, které velice dobře použil při prezentaci „komplexního modelu vývoje tržní ceny dluhopisu“ jenž je obsahem dílčí kapitoly 3.6.7.

V kapitole č. 4 se autor zabývá dluhopisovými futures a zajišťováním dluhopisového portfolia prostřednictvím termínových derivátových instrumentů futures a opcí. Vysvětlení uvedených kontraktů považuji sice za dosti stručné, nicméně logické.

Následná kapitola č. 5. se zabývá základními metodami oceňování dluhopisů. Kromě elementárních metod je zde vcelku dobře vysvětleno oceňování pomocí binomického a trinomického stromu. Tuto kapitolu hodnotím jako logickou a přínosnou, prokazující dobré znalosti autora.

Následující kapitola 6 obsahuje řadu řešených příkladů a poslední kapitola 7 obsahuje doporučení pro použití software MATLAB při dluhopisových výpočtech.

Jelikož předložená habilitační práce nemá standardní podobu, a tudíž v ní nejsou řádně vymezeny globální cíl a parciální cíle, práce neobsahuje ani hypotézu, kterou by autor potvrdil, či vyvrátil a taktéž v ní není obsažena souhrnná metodologická část, je pro mne značně problematické se vyjádřit k její vědecké úrovni, navíc v důsledku toho, že jak je uvedeno v její tiráži, kniha byla již před jejím vydáním řádně oponována třemi významnými osobnostmi. Osobně se domnívám, že takováto, z mého pohledu „náhradní řešení", se používají pouze výjimečně (a většinou jsem se s nimi setkal jen na méně prestižních univerzitách).

Abych „ošetřil" tuto stránku věci a umožnil habilitantovi prokázat, že problematice „dluhopisových trhů" rozumí i v širších souvislostech, pokládám mu tři, z mého pohledu významné otázky. Činím tak z toho důvodu, že se jedná o závažné dotazy, jimiž si chci nechat dokázat, že habilitant dluhopisovým trhům rozumí i z širšího pohledu, a že je chápe nejen matematicky, ale i teoreticky, systémově a navíc z hlediska jejich soudobého vývoje v podmínkách dnešní reálné ekonomiky. A aby měl dostatečný čas na přípravu svých odpovědí, nechci mu je pokládat až v diskusi při obhajobě.

Za prvé: Předložená monografie se zabývá de facto pouze tzv. „klasickými dluhopisy", neboli dluhopisy, jež jsou úročeny. Vedle nich ovšem existují i tzv. strukturované dluhopisy, které autor sice zmiňuje, nicméně jak jsem již uvedl, naprosto nesystémově a nedostatečně. Strukturovaných dluhových instrumentů existuje celá řada, přičemž se zpravidla jedná o převoditelné a tudíž většinou i o obchodovatelné dluhopisy, jejichž hodnota (či výnos) se odvozují od vývoje rozličných podkladových aktiv, což znamená, že se jedná o zvláštní druh derivátových instrumentů. A nejde pouze o různé druhy „standardních" strukturovaných dluhopisů, nýbrž rovněž o různé druhy dluhopisů vyměnitelných (jako jsou např. „*convertible bonds*", „*reverse convertible bonds*", či „*mandatory convertibles*"). Dále pak existuje mnoho rozličných investičních certifikátů, „*exchange traded notes /ETF/*" a de facto prakticky nekonečné množství rozličných kreditních, neboli úvěrových dluhopisů a sekuritizovaných kolateralizovaných dluhopisů. I když jsem si vědom toho, že jde o velice složitou problematiku, kterou autor ve své publikaci podrobně neřešil, tak tím, že dluhopisové trhy blíže nevymezil, se dopustil významné systémové nepřesnosti (poněvadž legislativa je v daném případě jednoznačná). V návaznosti na uvedené skutečnosti proto požaduji, aby habilitant při obhajobě vysvětlil: ***„jak vidí systémovou propojenost „klasických" a strukturovaných dluhopisů a jakým směrem zamýšlí dále rozvíjet odbornou problematiku orientovanou na „trhy dluhopisů", kterou se profesionálně zabývá".***

Za druhé: „Klasické" dluhopisy souvisejí s úrokovými sazbami. V současné době jsou však úrokové sazby ve většině nejvýznamnějších států velice nízké; v některých případech dokonce i záporné. I když se de facto jedná o značně zoufalou, a já osobně doufám, že pouze dočasnou monetární politiku centrálních bank, je zřejmé, že extrémně nízké, či dokonce záporné úrokové sazby jsou v přímém rozporu s ekonomickou teorií. V návaznosti na tyto skutečnosti proto požaduji, aby habilitant vysvětlil: ***„jak se na tento současný stav dívá, a zda při nulových, či dokonce záporných úrokových sazbách mohou správně fungovat jím uváděné oceňovací modely".***

Za třetí: Současná monetární politika centrálních bank, při které jsou používány nestandardní metody monetární regulace jako „*quantitative easing*" a „tištění" nekrytých peněz způsobuje účelové srážení tržních úrokových sazeb. To způsobuje, že se v důsledku mimořádně vysokého zadlužení států, podniků i domácností stává budoucí vývoj světové ekonomiky stále rizikovější, což souběžně vytváří předpoklady pro extrémní růst rizikovosti na dluhopisových trzích. A z toho také vyplývá můj poslední dotaz: ***„jak chápe tato potenciální rizika, jaký předpokládá budoucí vývoj na trzích dluhopisů, a to nejen dluhopisů „klasických", které jsou obsahem jeho monografie, nýbrž i dluhopisů strukturovaných, a jak vidí v daném kontextu budoucí vývoj světové a především evropské ekonomiky".***

Závěr:

Po prostudování předložené habilitační práce „Trhy dluhopisů" konstatuji, že ji považuji (i když s uvedenými výhradami) za přínosnou. Habilitant v ní prokázal jak dostatečné teoretické znalosti, tak i praktické zkušenosti se kterými je schopen se uplatnit ve vědecko-pedagogické praxi.

Poněvadž předložená habilitační práce splňuje kritéria stanovená § 72, odst. 3 Zákona o vysokých školách, doporučuji ji k habilitačnímu projednání a v případě, že budou zodpovězeny mnou stanovené otázky a zakončení habilitačního řízení bude úspěšné, tak doporučuji udělit Ing. Bohumilu Stádníkovi, Ph.D. vědecko-pedagogickou hodnost „docent".

V Brně dne 28. srpna 2017

prof. Ing. Oldřich REJNUŠ, CSc.