

# Přehled seminářů České společnosti ekonomické pořádaných ve spolupráci s Katedrou účetnictví a financí EF JU (dříve ZF JU) v Českých Budějovicích od roku 2002

## Zavedení Eura v ČR – otázky, výzvy, příprava – Oldřich Dědek (člen bankovní rady ČNB, profesor IES FSV UK), 12. 11. 2018

(Milan Jílek)

12. listopadu 2018 zavítal na Ekonomickou fakultu Jihočeské univerzity prof. Oldřich Dědek, člen bankovní rady České národní banky. Jeho seminář před fórem více stovky účastníků z řad odborné veřejnosti a studentů se věnoval tématu otázek, výzev a příprav spojených se zavedením Eura v České republice. Hned v úvodu semináře se účastníci seznámili s aktuálními výstupy výzkumu Eurobarometru, ve kterém respondenti z ČR vykazují tradičně nejnižší podporu ekonomické a měnové integraci (tedy zavedení jednotné měny Euro) ze všech zemí EU-28. Jakkoliv byl tento výsledek očekávatelný, přesto jeho jednoznačné vysvětlení zůstává nejasné, připustíme-li, že obvyklý respondent průzkumu toho mnoho neví o teorii optimálních měnových oblastí. Právě proto, byť na půdě Ekonomické fakulty, se výklad zpočátku soustředil analýzu užitků a nákladů zavedení jednotné měny Českou republikou. Diskusi výhod zavedení Eura lze odvíjet zejména od významu vnitřního trhu EU pro otevřenou českou ekonomiku, kde devalvace má stejný účinek jako plošná exportní subvence a plošná dovozní přírážka, což je v rozporu s principem volného pohybu zboží. Právě měnová integrace eliminuje riziko konkurenčních devalvací a měnových válek, což je výhoda vystupující do popředí zejména v dobách finančních a hospodářských krizí. Tuto tezi podporují i epizody z historie evropské měnové integrace (kurzové turbulence v letech 1992-93, inflační sjednocení Německa, odmítnutí Maastrichtské smlouvy v Dánsku, spekulace na podhodnocené měny, vynucený odchod italské liry a britské libry z ERM, astronomické sazby švédské centrální banky, aj.), kdy se prokázaly nevýhody pevných, avšak přizpůsobitelných kurzů (kurzové spekulace při očekávaném přestavování parit, politické náklady devalvace, externí příčiny devalvace). Lze konstatovat, že autonomní měnová politika má limity své účinnosti.

Možnost zavést Euro je však podmíněna splněním stanovených požadavků v podobě plnění známých Maastrichtských konvergenčních kritérií, ale i nových požadavků spočívajících v povinném členství v bankovní unii, zavedení dohledu nad makroekonomickými nerovnováhami a zapojení do evropského stabilizačního mechanismu (ESM) s intervenční kapacitou 500 mld. EUR (hypotetický vklad ČR je cca 400 mld. Kč, z toho základní kapitál 50 mld. Kč). Teorie optimálních měnových oblastí navíc předpokládá sladěnost národních ekonomik, kdy v neprospěch ČR zatím hovoří zejména nedostatečná pružnost trhu práce, slabší synchronizace hospodářských cyklů a výrazný rozdíl cenových hladin. Jednou z často prezentovaných hrozeb, které má vyplývat ze zavedení jednotné měny, je jednorázové zvýšení cenové hladiny. Empirické studie (Slovinsko, Slovensko) však tento jev nepotvrzují.

Další výklad prof. Dědka se zaměřil na proces prohlubování a rozšiřování ekonomické a měnové integrace v podobě Bankovní unie (jednotná regulace, jednotný dohled, jednotný krizový mechanismus a jednotný systém pojištění vkladů), posílení záchranných mechanismů (nástroj střednědobé finanční pomoci pro nečleny eurozóny MTFa, dočasné mechanismy EFSM a EFSF a trvalý mechanismus ESM), dohled nad makroekonomickými nerovnováhami, posílení

Paktu stability a růstu a na perspektivy dalšího rozšíření eurozóny o Bulharsko a Chorvatsko. Právě v souvislosti s finančními záchrannými mechanismy byla podrobněji vysvětlena a diskutována i „no-bail-out“ klauzule zakotvená v čl. 125, kapitoly 1, hlavy VIII. konsolidovaného znění Smlouvy o fungování Evropské unie. Z diskuse vyplynulo, že ze zákazu odpovídat za závazky a přebírat závazky nelze vyvozovat, že účelem dotčeného článku je zakázat Evropské unii a členským státům poskytování veškerých forem finanční pomoci jinému členskému státu. Účelem tohoto článku je naopak motivovat členské státy ke zdravé rozpočtové politice a proto v rozporu se zmíněným ustanovením není taková finanční pomoc, která nesnímá z příjemce pomoci odpovědnost za závazky vůči věřitelům a nutí jej prostřednictvím připojených podmínek k provádění obezřetné rozpočtové politiky. Poskytnutí pomoci formou úvěru nijak neznamená přebírání dluhu členského státu poskytovatelem pomoci, pokud je příjemce pomoci povinen poskytnuté prostředky vrátit spolu s přiměřenou marží. Poskytnutí pomoci formou nákupu dluhopisů na sekundárním trhu neznamená přechod dluhu z příjemce na poskytovatele pomoci. Zaplacení tržní ceny za nabyté dluhopisy nemá dopad na povinnost emitenta splatit tyto dluhopisy.

## Finanční stabilita v ČR a makrobezpečnostní politika ČNB – Jan Frait (ředitel sekce finanční stability ČNB), 22. 10. 2018

(Milan Jílek)

Na prvním podzimním semináři českobudějovické pobočky ČSE moderovaném Miroslavou Vlčkovou (Katedra účetnictví a financí EF JU) vystoupil ředitel sekce finanční stability ČNB prof. Jan Frait s tématem Finanční stabilita v ČR a makrobezpečnostní politika ČNB. Téma se setkalo se značným zájmem odborné veřejnosti i studentů. První část semináře vycházela z Hlavy šesté Ústavy ČR, ze zákona o ČNB a ze statutu ESCS a ECB a vysvětlila cíle a mandát ČNB a rozlišila měnovou a makrobezpečnostní politiku, přičemž synergie měnové s makrobezpečnostní politiky přispívá v udržení důvěry v národní měnu a k makroekonomické stabilitě. Velmi vypovídajícím sdělením byla prezentace rozsahu finančního sektoru ve formě aktiv a závazků finančního sektoru. Domácí bankovní sektor je sice ve srovnání se zahraničím relativně malý, přesto je klíčovou součástí českého finančního sektoru. To vysvětluje důraz, který je Českou národní bankou kladen na makrobezpečnostní regulaci i dohled. Systémové riziko navíc vzniká v „dobrých časech“, protože banky jsou obvykle v období ekonomického růstu benevolentnější při poskytování úvěrů, jejichž rizikovost se projeví v následující recesi v nárůstu podílů úvěrů se selháním.

V rámci semináře byla věnována pozornost jak cílům, tak zejména nástrojům makrobezpečnostní politiky a následně v současnosti významnému tématu trhu nemovitostí a úvěrů spojených s bydlením. Systémové riziko totiž vzniká při vzájemném propojení jednotlivých subjektů ve finančním systému a z koncentrace rizik, přičemž zdrojem rizika jsou vzájemné a zřetězené expozice mezi finančními institucemi navzájem a mezi finančními institucemi a subjekty ostatních sektorů ekonomiky. Příkladem takové situace jsou úvěry spojené s trhem nemovitostí. Podíl úvěrů spojených s trhem nemovitostí na celkových úvěrech soukromému nefinančnímu sektoru přesáhl ke konci loňského roku 58 %. Stav bankovních úvěrů rezidentům se v období 2015-2016 zvýšil o 319 mld. Kč, oblast nemovitostí se na tom podílela 197 mld. Kč (62 %). Lze konstatovat rostoucí zranitelnost bankovního sektoru v případě nepříznivého vývoje na trhu nemovitostí. Koncentrace úvěrových portfolií bank v ČR v segmentu úvěrů na bydlení je již poměrně vysoká a je jednoznačně zdrojem systémového rizika.

## 25 let dosahování měnové a finanční stability ČNB – Luboš Komárek (ředitel odboru vnějších ekonomických vztahů, sekce měnové ČNB), 14. 5. 2018

(Milan Jílek)

V květnu 2018 se uskutečnil na Katedře financí a účetnictví EF JU v Českých Budějovicích seminář ředitele odboru vnějších ekonomických vztahů prof. **Luboše Komárka** na téma „**25 let dosahování měnové a finanční stability ČNB**“. Luboš Komárek v úvodu semináře připomněl zejména působnost ČNB v oblasti cenové a finanční stability zakotvené v Ústavě ČR a v Zákoně o ČNB. ČNB je především povinna dbát o cenovou stabilitu (od roku 2001) a rovněž dbát o finanční stabilitu (od roku 2013). ČNB také podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády ČR vedoucí k udržitelnému ekonomickému růstu, pokud tento cíl není v rozporu s hlavním cílem ČNB.

Výkon měnové politiky v uplynulých 25 letech prošel zajímavým vývojem. Jestliže „konvenční“ měnovou politiku lze zjednodušeně charakterizovat jako proticyklické využívání nástroje úrokových sazeb, je nasnadě, že v situaci nulových či nule blízkých úrokových sazeb a ekonomické recese konvenční měnová politika selhává. V tom případě zřejmě nezbyvá než využít některý z nástrojů tzv. nekonvenční měnové politiky. Těmito nástroji jsou a) kvantitativní uvolňování, kdy centrální banka svými operacemi zvyšuje objem její rozvahy při v průměru neměnné likviditě a rizikovosti portfolia aktiv; b) kvalitativní uvolňování kdy centrální banka svými operacemi nemění objem své rozvahy, ale mění skladbu rozvahy ve smyslu nárůstu rizikovějších a méně likvidních aktiv na úkor vládních dluhových cenných papírů; c) úvěrové uvolňování jakožto kombinace kvantitativního a kvalitativního uvolňování, kdy centrální banka navyšuje objem své rozvahy tak, že se snižuje likvidita a zvyšuje rizikovost jejích aktiv; d) explicitní závazek, kdy centrální banka přijme explicitní závazek ohledně budoucího vývoje, e) devizové intervence, kdy centrální banka provádí operace na devizových trzích za účelem oslabení domácí měny, a tím dochází jednak k uvolňování reálných úrokových sazeb vlivem vyšší inflace (vyšší dovozní ceny), a jednak k stimulaci reálné ekonomiky nepřímým kanálem měnového kurzu (příklad ČNB), f) poněkud exoticky znějící „helikoptérový“ efekt spočívající v připsání peněžních prostředků ve prospěch ekonomických subjektů s cílem podpořit poptávku (spotřebu) a tím vyvolat růst cen a konečně g) negativní úrokové sazby, kdy dolní mez úrokových sazeb sice není rovna nule, teoreticky může být záporná, to však neznamená, že tato dolní mez úrokových sazeb neexistuje. Je zřejmě jen mírně záporná, neboť ekonomické subjekty by přecházely od bezhotovostních plateb k hotovosti.

Průvodním jevem využívání nástrojů nekonvenční měnové politiky často je enormní nárůst bilancí centrálních bank, kdy příkladem může být švýcarská či japonská centrální banka, ale také ČNB. Před listopadem 2013 ČNB používala k uvolnění měnových podmínek své standardní nástroje. Před rokem 1998 existoval mix cílování peněžní zásoby a fixního kurzu (1991 až květen 1997), fixní kurz byl opuštěn v květnu 1997 a cílování peněžní zásoby uplatňováno do konce roku 1997. Od roku 1997 bylo zavedeno cílování inflace, protože stávající měnově-politický režim nebyl schopen ukotvit inflační očekávání. V roce 1997 proto došlo k trhem vynucenému opuštění režimu fixního kurzu.

Základní měnově politická úroková sazba byla postupně snižována, až na podzim 2012 dosáhla tzv. „technické nuly“. Ve snaze zamezit dlouhodobému „podstřelování“ inflačního cíle a zároveň urychlit návrat k používání svého standardního nástroje (tj. úrokových sazeb), se ČNB roz-

hodla v listopadu 2013 začít používat devizový kurz jako další nástroj měnové politiky. Kurzový závazek byl ukončen počátkem dubna 2017. Od srpna 2017 dochází k normalizaci měnové politiky ČNB. Byla však takováto opatření nutná? V čem spočívá problém deflace pro hospodářský vývoj?

Záporná inflace způsobuje růst reálných mzdových nákladů a iniciuje potřebu propouštět zaměstnance. Narůstá tedy reálná dluhová zátěž, kdy zejména hypotéky splácené domácnostmi sice nemění nominální hodnotu, ale cena pořízených nemovitostí se snižuje při klesajících mzdách a celkových příjmech. Výsledkem jsou možné problémy pro finanční stabilitu, zejména hrozba nárůstu problémových úvěrů. Paradoxem finanční stability je, že největší rizika se rodí v dobrých časech, kdy vše vypadá na první pohled dobře. Deflačně-recesní spirála poté funguje tak, že v očekávání poklesu cen řada podniků či domácností odkládá své nákupy na pozdější dobu, je nízká poptávka, klesá produkce, roste nezaměstnanost, snižují se příjmy domácností, což vyvolává další tlaky na opětovný pokles cen.

Po velmi zajímavém historickém přehledu vývoje měnově-politických veličin se další část vystoupení Luboše Komárka i diskuse věnovala makrobezpečnostní politice ČNB. Cílem ČNB z hlediska finanční stability je především přispívat k dosažení takové míry odolnosti systému, která významně snižuje rizika vzniku finanční nestability. Hlavní rozdíl analýzy finanční stability oproti makroekonomické analýze a prognóze ČNB spočívá v tom, že analýza finanční stability nemá za cíl modelovat nejpravděpodobnější vývoj ekonomiky. Namísto toho je předmětem zájmu testování dopadu málo pravděpodobných, přesto však možných nepříznivých scénářů, které by mohly ohrozit stabilitu celého finančního systému. Z prezentovaných dat vyplynula existence zřetelného úvěrového cyklu v české ekonomice. Úvěrové riziko podléhá cyklickým výkyvům a právě na prevenci jejich dopadů se zaměřuje makrobezpečnostní politika. ČNB má svěřenu pravomoc posílit schopnost bank absorbovat ztráty prostřednictvím kapitálových rezerv, přičemž se zaměřuje zejména na cyklická rizika.

Zvláštní pozornost byla věnována rizikům poskytování úvěrů na bydlení, protože financování nákupu nemovitostí hypotečními úvěry, resp. jejich kombinací s úvěry na spotřebu, je častým zdrojem problémů v bankovních sektorech. Vždyť i globální finanční krize začala v srpnu a září 2007 problémy bank v USA a v Británii spojenými se „subprime“ hypotečními úvěry. Snad i proto ČNB velmi pozorně vyhodnocuje situaci na trhu nemovitostí a úvěrů poskytovaných na bydlení a postupně zpřísňuje podmínky poskytování hypotečních úvěrů. Domácí (český) bankovní sektor si však udržuje vysokou odolnost vůči možným nepříznivým šokům díky adekvátní kapitalizaci. Jeho kapitál zhruba dvojnásobně převyšuje regulační požadavky i v době, kdy v rámci EU se relativní kapitalizace domácích bank zhoršuje.

## Strategie Finanční správy- Martin Janeček (Generální ředitel Generálního finančního ředitelství), 16. 4. 2018

(Milan Jílek)

V polovině dubna hostila Ekonomická fakulta JU generálního ředitele Generálního finančního ředitelství (GFR) **Martina Janečka** na semináři s názvem „**Strategie finanční správy**“. Martin Janeček prezentoval vizi finanční správy, jakožto moderní organizace zajišťující řádnou správu daní a poskytující kvalitní služby daňovým subjektům k snadnému plnění daňových povinností. Vrcholovými cíli GFR jsou stanoveny 1) Podpora správného a snadného placení daní, 2) Boj s daňovými úniky a podvody, 3) Optimální využití zdrojů a efektivní interní procesy a 4) Finanční správa ČR jako atraktivní zaměstnavatel.

Výchozí situací roku 2014 bylo agresivní daňové plánování (daňové úniky cca 6 až 15 mld. Kč, především problém „převodních cen“ a daňových rájů), mezera ve výběru DPH ve výši více než 70 mld. Kč (chybějící systémové řešení řetězových podvodů a fiktivních faktur), nepřiznané tržby ve výši přibližně 160 mld. Kč (chybějící systémové řešení). Jedním z přijatých opatření bylo ustanovení tzv. Daňové kobry, tj. společného týmu Národní centrály proti organizovanému zločinu, Generálního finančního ředitelství a Generálního ředitelství cel. Obsahem činnosti je operativní výměna informací v rámci zákonných možností, rychlé tipování kauz a koordinace jednotlivých řízení. Od vzniku v roce 2014 Daňová kobra dle odhadu GFŘ „zachránila“ prostředky státu ve výši cca 9 mld. Kč. Dalším řešeným problémem bylo postavení Prahy jakožto daňového ráje. V roce 2015 byla zavedena možnost delegace subjektu s využitím tehdejší legislativy, od 29. 7. 2016 byla zavedena celostátní místní příslušnost ke kontrole a od 1. 9. 2016 změna místní příslušnosti neusazených plátců. Dosavadní výsledek je odhadován na cca 1,6 mld. Kč.

V oblasti převodních cen by měl pomoci „Akční plán pro kontrolu převodních cen“, zahrnující zejména vznik specializovaných kontrolních týmů s regionální nebo celostátní působností, workshopy o úspěšných řízeních, od 1. 1. 2015 nová příloha přiznání k DPPO již pro zdaňovací období 2014.

Velmi diskutovanými opatřeními jsou kontrolní hlášení k DPH a elektronická evidence tržeb. Kontrolní hlášení bylo přijato novelou zákona o DPH v roce 2014 s účinností od 1. 1. 2016 a spočívá v pravidelném zasílání údajů dříve vedených v povinné evidenci pro účely DPH. Okamžitě po spuštění byla zavedena „lehká“ a v září 2016 rovněž „těžká“ analytika. Za rok 2016 vedlo toto opatření ke zvýšení inkasa DPH o 12 mld. Kč, za rok 2017 byl meziroční nárůst inkasa DPH o téměř 11 mld. Kč díky kontrolnímu hlášení. Elektronická evidence tržeb ve své první fázi (stravovací a ubytovací služby) účinné od 1. 12. 2016 zvýšila inkaso DPH za rok 2017 o 5 mld. Kč. Diskutována byla také opatření reverse charge, prokazování původu majetku a centrální evidence účtů.

Efekty opatření ve správě DPH je možné kvantifikovat pomocí odhadu velikosti a změn mezery ve výběru DPH. V roce 2013 byla mezera DPH cca 19,1 % potenciálního inkasa DPH (cca 70 mld. Kč), v roce 2015 cca 16,5 % potenciálního inkasa DPH (cca 66 mld. Kč), v roce 2016 se snížila díky kontrolnímu hlášení o 12 mld. Kč. Za rok 2017 se snížila o dalších téměř 11 mld. Kč díky kontrolnímu hlášení a o 5 mld. Kč díky EET. Výsledná mezera DPH za rok 2017 činí přibližně 38 mld. Kč, tj. cca 9 % potenciálního inkasa DPH. Na této úrovni se nacházejí státy jako Německo, Velká Británie, Rakousko, Dánsko nebo Belgie. Další zaváděná opatření v boji proti daňovým únikům se týkají především problému agresivního daňového plánování v podobě implementace evropských směrnic nebo doporučení OECD.

Generální finanční ředitelství v budoucnu plánuje pokračovat v elektronizaci správy daní rozšířením okruhu podání, která lze učinit elektronicky. Již v roce 2016 ze strany Ministerstva financí a Finanční správy představen projekt s názvem MOJE, tj. MOderní a Jednoduché, daně. Součástí projektu je příprava nového zákona o daních z příjmů, samovyměření daně, nový daňový informační systém a portál MOJE daně. Základními cíli je jednodušší a přehlednější daňový systém, elektronická komunikace, efektivnější činnost Finanční správy a snížení byrokratické zátěže veřejnosti při plnění daňových povinností.

## Otázka přijetí eura v ČR (Ekonomická konvergence k eurozóně, přijetí eura a Evropského fiskálního paktu) - Marek Mora (člen bankovní rady ČNB), 4. 4. 2018

(Milan Jílek)

Počátkem dubna zavítal na Ekonomickou fakultu JU v Českých Budějovicích pan **Marek Mora**, člen Bankovní rady České národní banky. Tématem semináře bylo „**Přijetí Eura v ČR**“ s podtitulkem Ekonomická konvergence k eurozóně a přijetí Evropského fiskálního paktu. Pan Marek Mora, jakožto ekonom s unikátní zkušeností z vrcholných orgánů EU i z orgánů tvořících hospodářskou politiku na národní úrovni, využil své zkušenosti k formulaci kritického (či možná spíše realistického) názoru na evropskou měnovou integraci. Východiskem přednášky bylo známé trilema měnové politiky rozšířené o poznatek, že ani při volném pohybu kapitálu a plovoucím kurzu není měnová politika plně autonomní a musí reflektovat vlivy globálního finančního cyklu (Helene Rey, 2013). Aby monetární politika byla autonomní, musí být využívány makroobezřetnostní nástroje (kapitálové rezervy, monitorování systémově významných institucí atd.). Režimy plovoucího kurzu tlumí dopady globálního finančního cyklu (Obstfeld, Ostry a Qureshi, 2017) a vlastní měna je tedy spíše tlumičem než generátorem šoků (Audzei a Brázdík, 2015). Z předložených argumentů vyplynulo, že není zcela jednoznačná odpověď na otázku, zda může malá otevřená ekonomika mít nezávislou měnovou politiku. V dlouhém období lze předpokládat, že režim devizového kurzu spíše nemá vliv na hospodářský růst. Tato úvaha redukuje zavedení nebo nezavedení Eura na zejména politické rozhodnutí.

Maastrichtská smlouva stanoví, že Euro je měna EU. Navíc, Česká republika, na rozdíl od Dánska, nemá vyjednaný opt-out a má tedy formálně povinnost Euro přijmout. Posuzování připravenosti ČR pro zavedení Eura provádí evropské instituce (EC a ECB) a instituce národní (MFČR a ČNB). Plnění podmínek pro zavedení Eura Českou republikou ukazuje, že ČR je připravena, resp. může být v relativně krátké době připravena podmínky splnit. Jaké však budou potenciální přínosy jednotné měny pro ČR? Přínosem by jistě bylo odstranění kurzového rizika, nižší transakční náklady, vyšší cenová transparentnost a větší konkurence na trhu. Prohloubení obchodu a investic vlivem zavedení Eura je nejisté, česká ekonomika je již velmi silně ekonomicky integrována. Nákladem zavedení jednotné měny by byla ztráta měnového kurzu jako přizpůsobovacího mechanismu, možná i nižší stupeň ekonomické suverenity. Celkově lze usuzovat, že čím vyšší je ekonomická sladěnost s eurozónou a čím větší flexibilita ekonomiky, tím vyšší by měly být přínosy oproti nákladům zavedení jednotné měny. Je však ČR ekonomicky sladěná s eurozónou? Konvergovala již česká ekonomika dostatečně k ekonomice eurozóny? Konvergence byla poměrně dynamická do roku 2008, zpomalila však během světové finanční krize. Reálná konvergence byla obnovena rokem 2013, ale cenová konvergence stále zaostává. Pokud se jedná o strukturální podobnost české ekonomiky, ta také není dokonalá. ČR je charakteristická poněkud vyšším podílem průmyslu a nižším podílem služeb. Strukturální podobnost je ale důležitá proto, že snižuje riziko asymetrických dopadů hospodářských šoků. Silná obchodní a vlastnická vazba ČR na eurozónu zvyšuje výhody eliminace potenciálních kurzových výkyvů a lze tak konstatovat, že obchodní a vlastnická struktura jsou hlavními argumenty pro euro. Analýzy ČNB dále ukazují na vysoký stupeň cyklické sladěnosti ČR a eurozóny. Z tohoto pohledu by ztráta nezávislé měnové politiky neměla být velkým problémem pro ČR (viz teorie OCA). Při ztrátě vlastní měnové politiky však hraje zásadní roli fiskální proticyklická politika. Aktuální fiskální pozice ČR dává slušné předpoklady k tomu, aby fiskální politikou svou roli plnit mohla, dlouhodobější výhledy však ukazují na nepokrytá rizika vyplývající ze stárnutí populace.

Jestliže dosavadní argumenty naznačují spíše dobrou připravenost a přínosy zavedení jednotné měny v ČR, dalším úhlem pohledu by mělo být hodnocení stavu eurozóny, tady uskupení, ke kterému se ČR má připojit. Analýzy ukazují v tomto případě divergenci reálného HDP i reálných efektivních devizových kurzů, rozdílné dynamiky vládního dluhu i diferenciaci výnosů vládních dluhopisů. A to nejen u některých relativně malých členských zemí eurozóny, ale také např. u Itálie. Eurozóna reaguje na vývoj změnami v makroekonomickém managementu. Novými prvky jsou Bankovní unie (stále nedokončená), posílený rozpočtový dohled, sledování makroekonomických nerovnováh, instrumenty krizového řízení, Evropský semestr (doporučení pro jednotlivé země), Pakt Euro plus a Fiskální pakt.

Hospodářskou situaci v eurozóně však stále nelze hodnotit jako dostatečně stabilizovanou. Některé (velké) ekonomiky nekonvergují a existuje řada nedořešených a sporných otázek. Lze očekávat, že vstup do eurozóny bude podmíněn účastí v nových institucích a mechanismech a s náklady spojenými se vstupem do ESM. Zajímavým argumentem a zřejmě nejsilnějším závěrem semináře je domněnka, že závazek ČR vstoupit do eurozóny je po provedených reformách (např. právě dodatečné finanční závazky vůči ESM) právně diskutabilní.

## Úloha ČNB v regulaci a dohledu nad finančním trhem v ČR - Tomáš Nidetzký (člen bankovní rady ČNB), 12. 12. 2017

(Milan Jílek)

12. prosince 2017 zavítal na půdu Ekonomické fakulty Jihočeské univerzity v Českých Budějovicích pan Tomáš Nidetzký, člen bankovní rady České národní banky. Seminář českobudějovické pobočky ČSE na téma „Úloha ČNB v regulaci a dohledu nad finančním trhem v ČR“ zapadl do probíhající odborné diskuze o rozsahu a možných dopadech dohledu a regulace finančních trhů ze strany centrálních měnových autorit a dalších institucí.

V úvodu semináře nemohlo nezaznít poslání České národní banky, jehož součástí je také péče o finanční stabilitu a bezpečné fungování finančního systému. Pan Nidetzký vysvětlil více než stovce posluchačů z řad studentů i odborné veřejnosti společné působení měnové a makroobezřetnostní politiky v zájmu zachování důvěry v hodnotu České koruny a stability makroekonomického prostředí. Obě z uvedených politik mají svou roli a každá používá jiné nástroje, v principu ty nástroje, které jsou nejvhodnější a nejlépe zacíleny pro danou situaci (měnově-politické sazby vs. proticyklické rezervy vs. doporučení k řízení rizik atp.).

Samotný dohled nad finančním trhem, jakožto nástroj makroobezřetnostní politiky, prošel v poslední dekádě poměrně dynamickým vývojem. Po roce 2006, kdy došlo k soustředění dohledu do ČNB, byla změněna odvětvová struktura dohledu na funkcionální. V roce 2008 vznikly sekce regulace a mezinárodní spolupráce na finančním trhu, sekce licenčních a sankčních řízení a sekce dohledu nad finančním trhem. V roce 2010 vznikl samostatný odbor finanční stability a v roce 2014 samostatný odbor restrukturalizace. Poslední změnou byl vznik nové sekce dohledu nad finančním trhem II sloučením dvou dříve samostatných odborů (ochrany spotřebitele a dohledu nad drobnými distributory) a převzetím části kompetencí sekce dohledu nad finančním trhem. Současný harmonizovaný dohled ČNB dohlíží 57 úvěrových institucí, 52 pojišťoven a 43 penzijních fondů a společností (sekce dohledu nad finančním trhem I), dále 2060 subjektů kapitálového trhu, 1223 subjektů platebního styku a směnárníků, cca 170 tis. distributorů finančních produktů a 100 poskytovatelů spotřebních úvěrů (sekce dohledu nad finančním trhem II). Systém dohledu nad finančním trhem v ČR respektuje pravidla Evropského systému dohledu nad finančním trhem (ESFS), tedy Evropského orgánu pro bankovníctví (EBA), Evropského orgánu pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (EIOPA), Evropského

orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA), Společného výboru evropských orgánů dohledu a Evropské rady pro systémová rizika (ESRB).

V závěru semináře byly diskutovány některé mylné představy o činnosti ČNB. V této části bylo vysvětleno postavení ČNB v legislativním procesu. ČNB nepřipravuje návrhy zákonů, avšak je připomínkovým místem k návrhům zákonů v ČR. ČNB však vydává prováděcí vyhlášky a opatření a poskytuje výkladové a metodické materiály ve snaze zajistit jednotná, transparentní, předvídatelná a stabilní pravidla pro finanční trh. Další zjednodušujícím a často nepravdivým tvrzením je, že regulace jsou a priori špatné, zejména ty, které přicházejí z EU. Projekt Evropské integrace vyžaduje harmonizaci pravidel fungování v evropském hospodářském prostoru. Implementace jednotných pravidel je realizována prostřednictvím nařízení, směrnic a rozhodnutí, přičemž ve směrnicích velká míra diskrece národní legislativy. Velká část regulatorních změn je poptávána formou lobbingu ze strany finančních institucí. Poslední zmíněnou mylnou představou o činnosti ČNB je, že řeší individuální spory mezi spotřebitelem a finanční institucí. ČNB však na fungování finančního systému dohlíží z pohledu obezřetnosti, odborné péče či případné legalizace výnosů z trestné činnosti. Řešení individuálních sporů je rolí finančního arbitra.

## Budoucnost Eurozóny- Pavlína Žáková (Zastoupení EK v ČR), 4. 12. 2017

(Miroslava Žiaková)

Téměř v samotném závěru roku (4. prosince 2017) se uskutečnil na půdě Ekonomické fakulty Jihočeské univerzity v Českých Budějovicích seminář s tématem Budoucnost eurozóny, se kterým vystoupila Pavlína Žáková ze Zastoupení Evropské komise v České republice, a který moderovala Miroslava Žiaková z Ekonomické fakulty JČU. Úvod semináře byl věnován základním etapám vývoje Evropské měnové unie (EMU) a nastínění 5 scénářů vývoje do budoucna dle Bílé knihy (2017), jež lze heslovitě charakterizovat následovně: 1. Pokračování v dosavadní praxi, 2. Pouze jednotný trh, 3. Státy, které chtějí, dělají více, 4. Dělat méně, zato efektivněji, 5. Dělat mnohem více společně. Další část semináře byla věnována vzájemně propojeným oblastem determinujícím vývoj EMU, a to ekonomické, finanční, fiskální a politické unii. V rámci každé oblasti paní Žáková uvedla, jaké kroky již byly učiněny a jaké kroky stále zbývá učinit pro dokončení konkrétní výše zmiňované unie. V souvislosti s finanční unií byla zmíněna problematika snížení rizik a zvýšení odolnosti bank (v listopadu 2016 byl zaveden balíček bankovních předpisů, zbývá vypracovat strategie pro úvěry v selhání ve čtyřech hlavních oblastech – dohled, sekundární trhy, strukturální otázky a restrukturalizace bankovního systému), dokončení tří pilířů bankovní unie (jednotný mechanismus dohledu je již plně funkční stejně jako jednotný mechanismus pro řešení krizí, jednotný fond pro řešení krizí bude od roku 2025 plně sdílen, zbývá dopracovat evropský jednotný systém pojištění vkladů), vytvoření unie kapitálových trhů (probíhá přezkum akčního plánu na podporu integrace kapitálových trhů a vytvoření plnohodnotné unie kapitálových trhů do roku 2019, rovněž probíhá přezkum evropských orgánů dohledu – první kroky k vytvoření jednotného evropského orgánu dohledu nad kapitálovými trhy), budoucnost pro dokončení bankovní unie a unie kapitálových trhů (probíhá posouzení v oblasti podpory diverzifikace rozvah bank, například prostřednictvím cenných papírů zajištěných státními dluhopisy). V rámci ekonomické unie bylo zmíněno posílení konvergence lepším využitím existujících nástrojů (EU semestr – více dialogu, víceletý přístup, sociální dimenze; EU rozpočet – silnější propojení mezi financováním a reformami apod.). Fiskální unie se bude do budoucna zaměřovat na evropský systém ochrany investic, evropský systém pojištění v nezaměstnanosti atd. V oblasti správy a odpovědnosti pak nejdůležitějšími body bude jasnější rozdělení odpovědností a silnější instituce pro eurozónu, dále pak demokratická odpovědnost za eurozónu mezi členy eurozóny. Na závěr paní Žáková zmínila konkrétní návrhy J.-



C. Junckera (Projev o stavu Unie/SOTEU, 13.9.2017). Bohužel pro účastníky semináře, EMU balíček byl zveřejněn dne 6.12.2017, tedy 2 dny po konání semináře, tudíž paní Žáková pouze nastínila obecný obsah tohoto balíčku (transformace ESM na Evropský monetární fond, začlenění Fiskálního paktu do legislativy EU, samostatná rozpočtová kapitola pro eurozónu a sdělení o možném vytvoření funkce Evropského ministra financí).

## Měnová politika ČNB – jak jí rozumět- Vojtěch Benda (ČNB), 12. 4. 2017

(Milan Jílek)

12. dubna 2017 zavítal na půdu Ekonomické fakulty Jihočeské univerzity v Českých Budějovicích pan Vojtěch Benda, člen bankovní rady České národní banky. Seminář českobudějovické pobočky ČSE na téma „Měnová politika ČNB - jak jí rozumět“ se uskutečnil jen týden po dlouho očekávaném ukončení tzv. kurzového závazku České národní banky. O dobrém načasování semináře i zájmu odborné veřejnosti svědčí více než 120 účastníků semináře. Východiskem výkladu a úvah, včetně úvahy o vhodnosti kurzového závazku a způsobu jeho ukončení, bylo vysvětlení zákonného mandátu České národní banky, její měnově-politické strategie a nástrojů a standardních transmisních mechanismů měnové politiky. Vzhledem k výjimečným okolnostem poslední dekády vývoje mnoha ekonomik však centrální banky začaly využívat tzv. nekonvenční nástroje měnové politiky k dalšímu uvolňování měnových podmínek. Také ČNB se rozhodla o uvolnění měnových podmínek. Bankovní rada ČNB 7. listopadu 2013 rozhodla o použití devizového kurzu jako dalšího nástroje uvolňování měnových podmínek ve formě jednostranného kurzového závazku bránícího posílení kurzu koruny pod úroveň 27 Kč/EUR. Rozhodnutí bylo provedeno v situaci, kdy česká ekonomika procházela nejdelší recesí ve své historii (2012-2013). Prognózy naznačovaly výrazný pokles tržních úrokových sazeb zřetelně pod nulu. Bez dalšího uvolnění měnové politiky by ekonomika čelila navíc deflaci a jejím rizikům. Alternativní měnově-politické režimy (návrat k pevnému měnovému kurzu nebo cílování jiných veličin – měnové hladiny, nominálního HDP) byly v dané situaci vyhodnoceny jako příliš rizikové. Alternativa v podobě možnosti snížit měnově-politické sazby do záporných hodnot v rámci inflačního cílování vyvolávala pochybnosti o účinnosti a dopadech na finanční stabilitu.

Kurzový závazek a nízké úrokové sazby vedly k uvolnění domácích měnových podmínek. Podpora poptávky po domácí produkci a ekonomického sentimentu v následujících letech značně přispěla k ekonomickému růstu. Ekonomický obrat se dále projevil v růstu jádrové inflace. Na snížení inflace naopak působily zejména externí faktory, tedy pokles cen importů. K opuštění kurzového závazku došlo v situaci, kdy byly naplněny podmínky pro udržitelné plnění dvouprocentního inflačního cíle do budoucna. Opuštěním kurzového závazku se ČNB vrátila k režimu řízení plovoucího devizového kurzu, tedy ke standardnímu režimu měnové politiky, ve kterém jsou hlavním nástrojem úrokové sazby. Z výkladu vyplynula zásadní role makroekonomických prognóz a vyhodnocení rizik pro měnově-politické rozhodování. Protože se měnově-politická rozhodnutí přenášejí do ekonomiky se zpožděním, musí být realizována se značným, minimálně jednoročním předstihem. V této souvislosti byla nevyhnutelně diskutována také otázka včasnosti opuštění kurzového závazku, předpokládané faktory dalšího vývoje kurzu koruny a očekávaný vývoj měnově-politických podmínek.

## Proces přijetí eura v České republice- Pavlína Žáková (Zastoupení EK v ČR) 12. 12. 2016

(Miroslava Žiaková)

Téměř v samotném závěru roku (12. prosince 2016) se uskutečnil opět na půdě Ekonomické fakulty Jihočeské univerzity v Českých Budějovicích seminář s tématem „Proces přijetí eura v České republice“, se kterým vystoupila Pavlína Žáková ze Zastoupení Evropské komise v České republice, a který moderovala Miroslava Žiaková z Ekonomické fakulty JU. V úvodu semináře zazněla potěšující informace o tom, že Česká republika v rámci hodnocení makroekonomických nerovnováh Evropskou komisí, jakožto první a jediná země od počátku hodnocení v roce 2012, nevykazuje žádnou makroekonomickou nerovnováhu. I když toto optimistické hodnocení nemusí trvat věčně (viz např. vývoj na trhu nemovitostí), přesto naznačuje, že se Česká republika nachází ve výjimečně pozitivní ekonomické situaci. To potvrzuje i skutečnost, že Česká republika plní všechna ekonomická kritéria pro zavedení eura (kritérium inflace, úrokových sazeb i fiskálního zdraví). Toto období by tedy mohlo být z pohledu ekonomického velmi vhodné pro zavedení eura, ke kterému se Česká republika svým vstupem do EU zavázala. Ukazuje se však, že zavedení eura je především významným politickým rozhodnutím. V této souvislosti je zásadní, že vnímání nahrazení České koruny jednotnou evropskou měnou i vnímání samotné evropské integrace českou veřejností (viz Eurobarometr) příliš nenavědčují tomu, že termín zavedení eura bude stanoven v dohledné době.

## Vliv rozpočtových pravidel a politiky při rozhodování o obecních financích - Lucie Sedmihradská (VŠE), 6. 12. 2016

(Milan Jílek)

Dne 6. prosince 2016 zavítala na Ekonomickou fakultu Jihočeské univerzity Lucie Sedmihradská z fakulty Financí a účetnictví VŠE v Praze s tématem „Vliv rozpočtových pravidel a politiky při rozhodování o obecních financích“. Na semináři moderovaném Milanem Jílkem byly vysvětleny vlivy působící na rozhodování o příjmech a zejména výdajích rozpočtů municipalit. Výzkum rozpočtů územních samosprávných celků, jejichž rozpočty vynakládají přibližně jednu čtvrtinu konsolidovaných vládních výdajů ČR, je velmi komplikovaný vzhledem ke značné heterogenitě územních samospráv. Výzkumu však napomáhá propracovaný systém rozpočtového výkaznictví, díky kterému disponujeme velmi dobrým přehledem o hospodaření jednotlivých obcí. Na rozpočtový proces obcí lze aplikovat vztahy teorie zastoupení (principal-agent), které odkrývají zajímavé ekonomicko-politické motivace při rozhodování o municipálních financích. Velmi zajímavou částí vystoupení Lucie Sedmihradské byla prezentace modelu politicko-rozpočtového cyklu na úrovni obcí, jehož existenci se podařilo prokázat u kapitálových výdajů obcí. Celkově lze konstatovat, že výzkum rozpočtového chování územních samosprávných celků je důležitou součástí poznání o determinantech vývoje veřejných financí a jeho dopadech na hospodářský vývoj v zemi.

## Výzkum inovací v mikrofinančním sektoru v rozvojových zemích - Tomáš Hes (Západočeská univerzita), 28. 4. 2016

(Miroslava Žiaková)

Dne 28. dubna 2016 vystoupil na půdě Ekonomické fakulty Jihočeské univerzity Tomáš Hes z České zemědělské univerzity v Praze s tématem „Výzkum inovací v mikrofinančním sektoru v rozvojových zemích“. Seminář, který moderovala Miroslava Žiaková ukázal, že mikrofinanční sektor je velmi heterogenní, zahrnující globálně více než 13 tis. mikrofinančních institucí, 150 až 200 miliónů klientů a 80 až 120 miliard USD aktiv. Byly představeny různé formy mikrofinančních nástrojů a institucí. Posлуchači se seznámili s aktuálním vývojem a strukturou

mikrofinančního trhu, zejména s akcentem na Mexiko, kde řečník dlouhodobě působí. I přes velmi dynamický rozvoj sektoru je zřejmé, že existuje neuspokojená poptávka v odhadované globální výši až 250 mld. USD. Na základě zmíněných charakteristik mikrofinancí, a zejména pak mikrokreditu, je zřejmé, že tato poptávka je determinována převážně jinými faktory než úrokovou měrou, jejíž průměrná výše v tomto sektoru dosahuje 35 % p. a. Zásadní otázkou je vývoj nových schémat financování projektů, které jsou ve své podstatě vícekritériální. Téma mikrofinancování nabízí značný prostor pro výzkum ve formě návrhu integrálního systému spojujícího mikrofinancování, podporu malopodnikání, akademický výzkum a ochranu životního prostředí.

## Krise eurozóny- scénáře budoucího vývoje- Lubor Lacina (Ústav financí PEF MZLU Brno), 3. 5. 2011

## Budoucnost finančního sektoru v době po finanční krizi - Mojmír Hampl (ČNB), 20. 10. 2010

(Milan Jílek)

Seminář ČSE, uspořádaný ve spolupráci ČSE a EF JU v Českých Budějovicích, se uskutečnil dne 20. 10. 2010 na půdě Ekonomické fakulty JU. Na semináři vystoupil pan Mojmír Hampl, viceguvernér ČNB. Seminář moderovali V. Jandík (ČNB) a M. Jílek (EF JU). Semináře se zúčastnilo přibližně sto zájemců z řad akademické obce i veřejnosti.

V úvodu semináře se M. Hampl vrátil k počátkům finanční krize v létě 2007, tedy k problémům s mortgage-based securities (MBS) a posléze s dalšími aktivy. Zdůraznil roli očekávání na finančním trhu, vznik nedůvěry mezi finančními institucemi a „zamrznutí“ mezibankovního trhu, které bylo faktorem šíření krize. Celá řada vlád realizovala pomoc bankám od vlád a centrálních bank (USA, Island, Ukrajina, v EU např. UK, NL, BE, Lotyšsko, Maďarsko, ...). Velmi často byly (v roce 2009) vyjadřovány obavy o stabilitu finančního systému ostatních nových členů EU. Skutečnost však byla jiná. ČR, Slovensko, Polsko, Estonsko aj. zůstaly bez potíží. Odpověď na otázku, proč zůstal český finanční sektor stabilní, spočívá podle M. Hampla zejména v následujících skutečnostech: málo investic do toxických aktiv, dostatečný zisk z tradičního úvěrování, očistění bankovního sektoru v 90. letech, soustředění některých potenciálně problémových investic do centrálních bank, konzervativnost, přísná regulace a intenzivní dohled bankovního sektoru, mizivý podíl úvěrů v cizích měnách, příslušnost českých bank k opatrnějším bankovním skupinám a důvěryhodnost měnové politiky.

Jedním z významných faktorů stability finančního systému ČR je, že se do debaty o dalších krocích v regulaci finančního sektoru nemísí politika, což slibuje racionálnější debatu. Jiné země (USA, UK, Francie, ...) musely bankám pomáhat z veřejných peněz, přičemž jedním z nevyhnutelných důsledků je, že se finanční sektor stal předmětem intenzivní politické diskuse. Politickou diskusi lze zjednodušeně charakterizovat zájmem o efekty v krátkém období, preferencí partikulárních zájmů, nižší mírou racionality vyplývající z rozhodování o peněžích daňových poplatníků a důrazem na politický kapitál. Politici usilují o uspokojení všech hlavních zájmových skupin, tj. v aplikaci na bankovníctví slibují všechna dobra najednou: bankovníctví bude efektivní, bezpečné pro střadatele, bez morálního hazardu. Dosažení všech tří cílů najednou je však nemožné. Finanční sektor rizika zbavit nelze, lze usilovat o jeho minimalizaci. Vždy je možné dosáhnout nanejvýš dvou cílů. Hledá se nová rovnováha mezi těmito principy. Pan

viceguvernér vyslovil domněnku, že návrhy v oblasti regulace (regulace odměňování v bankách, hedge fondů, CDS, short- sellingu, zvláštní daň pro finanční sektor, některé změny v účetních standardech, pan-evropský regulatorní systém) z větší části směřují k bankám bezpečnějším pro střadatele, možná s menším morálním hazardem, zato však méně efektivním a méně inovativním, kdy náklady regulace budou velmi vysoké, s dramatickým dopadem na financování podniků a hospodářský růst. Návrhy Basel Committee pro oblast bankovního dohledu jsou ukázkou jiného přístupu a kladou důraz na výši bankovního kapitálu (zejména navýšení základního kapitálu, limitování finanční páky, proticyklickou rezervu). Tyto změny by měly nabíhat postupně a český bankovní sektor by s implementací neměl mít problémy. I návrhy Basilejské komise budou mít dopad na cenu kapitálu, ochotu investovat do bankovního kapitálu a ochotu bank úvěrovat, přesto jsou však mnohem méně destruktivní než výše uvedené návrhy přímé regulace finančního sektoru. Zajímavá (ale specifická) je i situace a přístup Švýcarska, které jde v požadavcích na bankovních kapitál ještě mnohem dále, přesto to neohrožuje atraktivitu země pro investory.

Diskuse na závěr semináře se věnovala také problematice Tobinovy daně (a problému mobility kapitálu) a daně na finanční sektor (Bank levy – Německo, Francie, Maďarsko, V. Británie). Diskutována byla nekoordinovanost zavádění této daně i různá motivace jejího zavedení.

## Hospodářský a měnový vývoj v letech 2000- 2010 a příprava na euro- Zdeněk Tůma (ČNB), 5. 10. 2010

(Milan Jílek)

Seminář ČSE, uspořádaný ve spolupráci ČSE a EF JU, se uskutečnil dne 5. 10. 2010 na půdě Ekonomické fakulty JU v Českých Budějovicích. Na semináři vystoupil doc. Zdeněk Tůma a nabídnul přibližně dvěma stům posluchačů retrospektivní a hodnotící pohled na ekonomický a měnový vývoj ČR uplynulých deseti let, tedy na období, kdy byl guvernérem České národní banky. Moderátory semináře byli V. Jandík (ČNB) a M. Jílek (EF JU).

Zdeněk Tůma označil roky 2000 až 2009 za „zlatou dekádu“ české ekonomiky. Bylo to období, kdy se podařilo permanentně snížit úroveň inflace, což umožnilo trvale nižší úrokové sazby, přičemž sazby na CZK byly dlouhodobě blízké sazbám na EUR. V tomto období bylo dosaženo vysokého růstu a reálné konvergence k úrovním EU a ekonomika posílila svou odolnost vůči vnějším otřesům. Reálná konvergence se projevila v trendové apretaci reálného kurzu. Díky nízké inflaci se reálné zhodnocování promítlo i do posilujícího nominálního kurzu koruny. Reálná konvergence se projevila i ve zvýšené ekonomické otevřenosti české ekonomiky, možná i ve vyšší závislosti na světové ekonomice a potenciální zranitelnosti vůči vnějším šokům. V tomto období také přetrvával příliv zahraničního kapitálu, přičemž došlo ke změně v jeho struktuře a většina FDI nešla do průmyslu, ale do služeb. Celkově však ekonomický vývoj ČR v letech 2000 až 2008 přispěl k relativně dobrému zvládnutí krize v letech 2008 až 2010; bankovní systém byl ziskový, dobře kapitalizovaný, založený na tradičním bankovníctví. Charakteristickými rysy systému byly vysoká úroveň depozit, důvěra obyvatel a nízká expozice vůči kurzovému riziku.

Řečník se zaměřil také na problematiku nezávislosti měnové politiky ČNB. Do května 1997 ČR praktikovala fixní měnový kurz v kombinaci s cílováním peněžní zásoby (M2). Nekonzistentnost tohoto uspořádání s volným pohybem kapitálu však vedla k měnové krizi. Rozhodnutí o nezávislé měnové politice bylo vydané v roce 1997. Implementace vyžadovala značné investice, zejména změny mentality uvnitř ČNB, u politiků a veřejnosti, změna rozhodovacích procesů i změna způsobu komunikace s veřejností. Poslední intervence ČNB se odehrály v létě

2002. Česká koruna trendově zhodnocovala, přičemž byly zaznamenány tři období rychlé appreciace v letech 1998, 2001-02 a 2007-08. ČNB velmi dobře zvládla přechod na inflační cílování. Dlouhodobá inflační očekávání byla ukotvena bez ohledu na volatilitu inflace nebo plnění cílů. Projevilo se tak dobré nastavení rozhodovacích procesů, zlepšující se komunikace s veřejností a zvyšující se transparentnost měnové politiky. S odstupem času je možné konstatovat, že investice do budování nezávislé měnové politiky se vyplatila. Směnný kurz se v krizi ukázal jako významný nástroj udržení konkurenceschopnosti.

Další část semináře byla věnována projektu Eura a rekapitulaci deseti let fungování Eurozóny. Z. Tůma zdůraznil, že přechod ČR na Euro je politická, nikoliv ekonomická otázka, lze se pouze ptát, jestli má měnová politika v ČR stabilizační roli. Reputace Evropské centrální banky (ECB) a Eura je, i přes potíže některých zemí, vysoká. Od počátku své existence Euro významně posílilo a stalo se světovou rezervní měnou. ECB byla schopna udržet cenovou a měnovou stabilitu v Eurozóně i přes to, že členské státy EA-16 zřejmě netvoří optimální měnovou oblast. ECB však nebyla schopna kontrolovat divergenci inflací mezi jednotlivými zeměmi Eurozóny. Eurozóna zároveň zaostává za očekávanými ohledně reálného vývoje a konvergence, míra růstu HDP je podobná ostatním zemím OECD, dochází k divergenci u reálných kurzů, konkurenceschopnosti, platební bilance. Tyto příčiny lze spatřovat za současnými problémy v Řecku.

V závěru semináře probíhala diskuse, která se dotýkala nejen uplynulého období, ale také budoucnosti hospodářské a měnové integrace Evropy. Z diskuse mimo jiné vyplynulo, že Eurozóna nejen že není optimální měnovou oblastí (viz teorie OCA), ale ani se tímto směrem po dobu své existence neposunula.

**Historie a současnost metodologie ekonomie - Martin Macháček (VŠB-TU Ostrava), 9. 4. 2010**

**Bubliny na trzích aktiv- Luboš Komárek (ČNB), Michal Hlaváček (ČNB), 10. 12. 2009**

(Milan Jílek)

Seminář ČSE, uspořádaný ve spolupráci ČSE a EF JU, se uskutečnil dne 10. 12. 2009 na půdě Ekonomické fakulty JU v Českých Budějovicích. Řečníci L. Komárek a M. Hlaváček (ČNB) nabídli několika desítkám posluchačů z řad studentů i odborné veřejnosti velmi aktuální témata: „Bubliny na trzích aktiv: Mají centrální banky reagovat na bubliny na trzích aktiv? Vývoj na trhu nemovitostí v ČR: Žije se v Praze draze nebo bláze?“ Moderátory semináře byli V. Jandík (ČNB) a M. Jílek (EF JU). Seminář byl zakončen téměř hodinovou diskusí.

První část semináře, vedená L. Komárkem, se týkala měnové politiky a cen aktiv. Byly definovány výchozí pojmy týkající se cen aktiv, tedy cen akcií, obligací, měn a nemovitostí a dále pak transmisní mechanismy měnové politiky ve vztahu k jednotlivým aktivům. Klíčovou otázkou bylo, zda a jakou roli by měly hrát ceny aktiv při nastavování měnové politiky a to zejména v malých otevřených ekonomikách typu ČR? Byly vymezeny dva hlavní názorové proudy na tuto tematiku a následně diskutována otázka přímé reakce měnové politiky na vývoj cen aktiv. Další část byla věnována výsledkům empirického pozorování, z nichž vyplynula bublina na trzích aktiv kolem roku 2003 a před finanční krizí. Na závěr byla prezentována hospodářsko-politická doporučení, kdy vzhledem k vyšší informační citlivosti cen aktiv by centrální banky měly je velmi opatrně a rezervovaně vyhodnocovat signály z těchto trhů. Centrální banky by měl ceny aktiv (nejen finančních) sledovat, nikoliv však cílovat. Pokud se jedná o nově přijaté země do

EU, centrální banky by vzhledem k rozvíjejícímu se charakteru trhu, nedostatečné sladění trhů, pravděpodobně podhodnocení aktiv, spíše reagovat neměly. Přísnější měnová politika pravděpodobně nepřispěla k sladění ekonomiky se zeměmi eurozóny.

Na úvodní část navázal M. Hlaváček, který se soustředil na ceny nemovitostí. Úvod byl věnován charakteristice a specifikám trhu nemovitostí a důvodům, proč je důležité sledovat ceny nemovitostí. Byly popsány jednoduché indikátory udržitelnosti cen nemovitostí a s jejich využitím následně analyzovány ceny bytů v mezinárodní perspektivě, výnos z pronájmu bytu v rámci vybraných měst ČR a indikátor Price-to-Income opět v rámci vybraných měst. Následovalo představení ekonometrického modelu vysvětlujícího ceny nemovitostí. Empirická analýza cen za ČR a za jednotlivé regiony (analýza časových řad a panelová regrese) se snažila určit faktory ovlivňující ceny nemovitostí a rozlišit období nadhodnocených cen nemovitostí. Ve výsledcích bylo možné rozeznat vysoký růst cen nemovitostí v ČR před vstupem do EU, následnou stagnaci nebo dokonce pokles cen po vstupu do EU a růst cen v letech 2007 a 2008, přičemž období růstu byla jen částečně vysvětlena fundamentálními faktory. Regionální analýza ukázala vyšší míru nadhodnocení v regionech s vyššími cenami nemovitostí.

## **Světová úvěrová krize a finanční stabilita v ČR- Jan Frait (ČNB a EkF Osrava), Adam Geršl (ČNB), 12. 6. 2008**

(Milan Jílek)

Seminář ČSE, uspořádaný ve spolupráci ČSE, ČNB a EF JU, se uskutečnil dne 12. 6. 2008 na půdě Ekonomické fakulty JU v Českých Budějovicích. Řečníci J. Frait a A. Geršl (ČNB) nabídli dvěma desítkám posluchačů velmi atraktivní a aktuální téma finanční stability ČR v souvislosti s probíhající světovou úvěrovou krizí. Moderátory semináře byli V. Jandík (ČNB) a M. Jílek (EF JU).

Vystupující se, v souvislosti s ČNB čerstvě zveřejněnou „Zprávou o finanční stabilitě 2007“, věnovali zejména vývoji reálné ekonomiky v roce 2007, trhům aktiv včetně trhu nemovitostí, vývoji ve finančním sektoru a vývoji sektoru nefinančních podniků a domácností.

Z vystoupení vyplynulo, že dopad úvěrové krize ve vyspělých zemích neměl v roce 2007 významně negativní dopad na finanční stabilitu české ekonomiky, přičemž i výhled na nejbližší dva roky je v tomto směru optimistický. Byly prezentovány i faktory posílení finanční stability v uvedeném období (vysoká míra rentability aktiv a kapitálu zejména bank, vysoká schopnost bank financovat úvěry z bankovních depozit, zlepšení finanční situace v sektoru nefinančních podniků, pokles relativní váhy veřejného deficitu a veřejného dluhu, snížení deficitu běžného účtu platební bilance aj.).

Řečníci však uvedli i rizikové faktory pro finanční stabilitu, za které lze považovat možnost prohloubení úvěrové krize a výraznější hospodářské zpomalení v zahraničí, setrvání CZK na silných pozicích, snížení dynamiky hospodářského růstu v ČR a pokles dynamiky příjmů domácností a firem v ČR. Zřejmě nejvýznamnějším rizikovým trendem je cenový vývoj na trhu nemovitostí ve spojení s úvěrováním developerských společností. V reakci na toto riziko ovšem finanční systém projevuje autostabilizující funkci ve formě zpřísnování úvěrových podmínek úvěru na bydlení a úvěrů developerským společnostem. Do budoucna rizikovým jevem je také strmý růst nákladů na uzavírání nových smluv v oblasti penzijního připojištění.

V závěru semináře probíhala diskuse, která se dotýkala zejména vývoje trhu nemovitostí, poskytování půjček domácnostem nebankovními subjekty i nejasné expozici vůči kurzovému a kreditnímu riziku u nadnárodních společností.

## Dividendová politika v kontextu současné finanční teorie- Petr Marek (VŠE), 17. 5. 2008

## Novely daňových a účetních zákonů pro rok 2007- Hana Čermáková (JU v Českých Budějovicích), 13. 3. 2007

(Milan Jílek)

Dne 13. března 2007 se v prostorách Jihočeské univerzity v Českých Budějovicích uskutečnil seminář pořádaný českobudějovickou pobočkou ČSE ve spolupráci s katedrou účetnictví a financí EF JU na téma „Novely daňových a účetních zákonů pro rok 2007“. Na semináři vystoupila H. Čermáková z katedry účetnictví a financí EFJU. Přednášející seznámila posluchače se změnami, kterých doznaly daňové a účetní zákony, s aktuálním zněním jejich vybraných ustanovení, a s praktickými dopady těchto změn. V úvodní části semináře byla pozornost zaměřena také na nové znění zákoníku práce týkající se cestovních náhrad k 1. 1. 2007. Dále byli posluchači seznámeni s novým způsobem penalizace od 1. 1. 2007 dle zákona o správě daní a poplatků. Seminář pokračoval rozbořením novely zákona o spotřebních daních, zdaněním tabákových výrobků od 1. 3. 2007. V průběhu semináře byly postupně osvětleny vybrané skutečnosti související se novelami zákonů o účetnictví, o daních z příjmů, o DPH, o dani z nemovitostí, jakož i zákona o dani dědické, darovací a dani z převodu nemovitostí. V závěru semináře byl ponechán prostor pro dotazy a následovala diskuse. Seminář se setkal s velkým zájmem a účastnilo se ho kolem dvou set posluchačů z řad studentů, pedagogů a veřejnosti.

## Trendy vývoje peněz ve světě- Luboš Komárek (ČNB), 26. 4. 2007

(Milan Jílek)

Dne 26. dubna 2007 se v prostorách Jihočeské univerzity v Českých Budějovicích uskutečnil seminář pořádaný českobudějovickou pobočkou ČSE ve spolupráci s Českou národní bankou a katedrou účetnictví a financí Ekonomické fakulty Jihočeské univerzity. S přednáškou na téma „Trendy vývoje peněz ve světě“ vystoupil Luboš Komárek (ČNB a VŠE v Praze). Na semináři byly prezentovány historické trendy vývoje peněz ve světě po 2. světové válce se zaměřením na peněžní agregáty a související fundamentální determinanty (inflaci, produkt, úrokové sazby). Analýza byla provedena na dvou hlavních skupinách zemí světa, tj. rozvinutých a rozvíjejících se zemích, přičemž rozvinuté země byly dále rozlišeny na vyspělé země, jejichž měna hrála roli měny rezervní, ostatní vybrané vyspělé země a reálně konvergující země EU/eurozóny.

V úvodní části prezentace byla pozornost věnována roli zlata v měnově-politickém systému po druhé světové válce, vývoji reálné a nominální ceny zlata a jeho vztahu k nominálnímu efektivnímu měnovému kurzu USA včetně diskuse, jak je cena zlata určována, a jaké je jeho postavení na trhu v jednotlivých fázích ekonomického cyklu. Na přehledných grafech bylo představeno, jak se vyvíjelo množství zlata deponované u měnových autorit rozvinutých a rozvíjejících se zemí. Zlato dodnes vystupuje jako rezervní aktivum centrálních bank, význam této role však postupně klesá. V další části přednášky byly rozebrány definice peněz a následující výklad se týkal sledování vývoje nejpoužívanějších měnových agregátů (M1 a M2) za účelem zmapování hlavních měnových trendů uplynulého půlstoletí. Pro 50. a 60. léta byla charakteristická

poměrně nízká tempa růstu M1. Oproti tomu v 70. a 80. letech se tempa růstu vyšplhala na dvojcifernou úroveň a současně započal divergentní vývoj mezi rozvinutými a rozvíjejícími se ekonomikami, který pravděpodobně zapříčinily finanční krize. Vývoj M2 v zásadě potvrzuje trendy odhalené na vývoji agregátu M1. Vývoj měnových agregátů má vliv na vývoj inflace. Na počátku a na konci sledovaného období byla inflace velmi nízká, k prudkému růstu docházelo od 70. do počátku 90. let. Obnovené prostředí cenové stability v 90. letech je přičítán nejen politikám centrálních bank, ale i dalším faktorům, jako např. liberalizaci finančních trhů, globalizaci světové ekonomiky aj. Výkyvy v inflaci se výrazně projevíly i v kolísání úrokových sazeb. V závěrečné části prezentace byly diskutovány možné vztahy mezi penězi a reálným hospodářským vývojem. Názory jednotlivých ekonomických směrů se v otázce vlivu peněz (a aktivní monetární politiky) na hospodářský růst v dlouhém časovém horizontu různí. Nicméně z analýzy historických dat vyplývá, že charakter ekonomických cyklů v poválečném období doznal změn. Průměrná délka expanzí se prodloužila, zatímco průměrná délka recesí se zkrátila. Aktivní provádění monetární politiky by proto zřejmě mohlo přispívat k vyššímu dlouhodobému růstu, zároveň však může být zdrojem určitých rizik a může bránit přirozeným přizpůsobovacím procesům, což by mohlo způsobovat nerovnováhy. V závěru semináře byl ponechán prostor pro dotazy a diskusi. Seminář se setkal s velkým zájmem a účast čítala na dvě sta posluchačů z řad studentů, pedagogů a veřejnosti.

## **Integrace dohledu nad finančním trhem v ČR- Michaela Erbenová (vrchní ředitelka ČNB), 1. 11. 2006**

Dne 1. listopadu 2006 se v prostorách Jihočeské univerzity v Českých Budějovicích uskutečnil seminář pořádaný českobudějovickou pobočkou ČSE ve spolupráci s ČNB a katedrou účetnictví a financí ZF JU na téma „Integrace dohledu nad finančním trhem v ČR“, s nímž vystoupila vrchní ředitelka ČNB, členka bankovní rady paní Ing. Michaela Erbenová, Ph.D.

Paní Erbenová nejprve předestřela obecný přehled možných regulačních a dohledových politik a institucí, tedy přístupy „macroprudential supervision“ a „microprudential supervision“, přístup zdůrazňující ochranu spotřebitele a dále aspekt hospodářské soutěže. Současné trendy a tendence ve světě, zejména globalizace, internacionalizace finančního zprostředkování a inovace finančních produktů a rozhodující role finančních konglomerátů na finančních trzích, si žádají nový adekvátní přístup ze strany regulátorů. V mnoha zemích je častou reakcí regulátorů na nové trendy integrace dosud specializovaných institucí dohledu do jedné nebo dvou institucí. Paní Erbenová rozebrala výhody a možné problémy integrovaného systému regulace a dohledu. Česká republika zvolila integraci do jediné instituce. Dohledem nad celým finančním trhem byla pověřena Česká národní banka od 1. 4. 2006, současně odpovědnost za primární legislativu přešla na Ministerstvo financí ČR a také byl vytvořen Výbor pro finanční trh jako poradní orgán ČNB. Paní Erbenová podrobně rozebrala důvody, které vedly k tomuto řešení, a očekávané efekty. V této souvislosti předestřela detailní přehled současné struktury finančního trhu v České republice. Zároveň s rozбором argumentů pro sloučení dohledu do ČNB vyvrátila možné argumenty proti. Vysvětlila např., že provádění měnové politiky a dohledu nad finančním trhem souběžně nemusí být konfliktní. Seznámila posluchače s pokračující integrací dohledu, po institucionální integraci by nyní (předpokládá se v roce 2008 a dále) měla následovat druhá etapa, a sice určitá reálná integrace, která bude obnášet integraci pravidel a postupů a nové uspořádání dohledu v rámci ČNB založeného na nových přístupech a principech. Celoevropskou integraci regulace a dohledu nad finančními trhy není třeba očekávat, neboť úplné harmonizaci brání určité faktory. Implementace regulačních pravidel a jejich dohled zůstávají národní záležitostí.



Po přednášce byly na paní Erbenovou směřovány dotazy týkající se např. řešení ochrany spotřebitele a problematika úvěrových a neúvěrových institucí na finančním trhu.

## Rozšiřování EU a ekonomická strategie ČR- Pavel Kysilka (náměstek generálního ředitele České Spořitelny), 14. 11. 2005

Přednáška, pořádaná Katedrou účetnictví a financí ZF JU ve spolupráci s Českou spořitelnou a Českou společností ekonomickou, se uskutečnila dne 14. 11. 2005 v aule Jihočeské univerzity v Českých Budějovicích. Na přednášce vystoupil Ing. Pavel Kysilka, CSc., člen představenstva a náměstek generálního ředitele České Spořitelny. V úvodu svého vystoupení zmínil fakta, která jsou nedotčena členstvím ČR v EU, ale jsou relevantní k predikci a porozumění pozice ČR v EU a pro formování budoucí ekonomické strategie ČR. Jedná se zejména o velikost české ekonomiky (0,8% HDP EU-25 a 2,2% populace EU-25, údaje roku 2004) a otevřenost české ekonomiky (exporty a importy činí 125% HDP, 2004). Skutečnost, že česká ekonomika je malá a velmi otevřená není pouhým kvantitativním faktorem, ale také určitým typem makroekonomického chování ekonomiky, které umožňuje pochopit a nastavit vhodnou makroekonomickou politiku a nalézt pozici ČR v EU.

Řečník zhodnotil ekonomické dopady integrace ČR do EU. Zatímco hodnocení samotného vstupu bylo při krátkodobém pohledu neutrální, velmi pozitivní dopad lze nalézt u předvstupní přípravy. Významné byly pozitivní dopady na FDI, inflaci, ekonomický růst, ale také na daňovou a právní oblast. Je zřejmé, že důležitou otázkou a stále jak nominální, tak reálná konvergence. I přes to, že současný ekonomický růst v ČR lze považovat za velmi dobrý, růstový diferenciál 2pb. oproti EU naznačuje vyrovnání ekonomické úrovně ČR a EU zhruba v roce 2033. Toto datum neodpovídá očekávání občanů země ani historické tradici. Růstový diferenciál 4pb. by znamenal dosažení EU již v roce 2015. Tohoto diferenciálu však nelze dosáhnout bez adekvátních ekonomických politik a strukturálních reforem, které, společně s globální ekonomickou situací, mohou být rozhodujícím růstovým faktorem české ekonomiky.

V další části přednášky se Pavel Kysilka věnoval problematice přijetí EUR Českou republikou. Byla bilancována „pro“ a „proti“ zavedení jednotné měny a definovány dvě klíčové otázky: Jak maximalizovat přínosy a minimalizovat negativní efekty zavedení EUR? Jaké EUR přijmeme? Z hlediska připravenosti ČR na přijetí EUR lze hovořit o připravenosti technické a organizační, která by neměla být problémem (objevilo se srovnání s měnovou odlukou v roce 1993), o splnění maastrichtských kritérií, kde by bylo lépe kritéria splnit s rezervou, a o připravenosti ekonomické (flexibilita a mobilita trhu práce, prostor pro fiskální manévry, rozvoj podnikatelského prostředí, důchodová reforma atd.), která je klíčová. Nelze zapomenout ani na připravenost samotné eurozóny, kde je třeba klást důraz na přiblížení se eurozóně optimální měnové oblasti, což se neobejde bez liberálních strukturálních reforem. V této souvislosti byla zmíněna i nejistota budoucí fiskální disciplíny vzhledem k nové podobě paktu stability a růstu. Pravděpodobnost uvolnění fiskální disciplíny a následného zpřísnění monetární politiky lze považovat za vysokou. Důvod lze spatřovat také v tom, že benefity fiskální disciplíny jsou externalizovány na celou oblast, zatímco náklady na fiskální disciplínu jsou internalizovány lokálně.

V závěru zaznělo přesvědčení, že EU by neměla být použita k prosazení jakéhokoliv modelu jako standardu. Původní principy EU, jako je volný pohyb zboží, služeb, práce a kapitálu, jsou příznivé pro malé a otevřené nové ekonomiky EU. Tyto principy by měly být podpořeny proti „národním zájmům“ vlád a představitelů některých zakladatelských států. Klíčové je trvat na konkurenci právních a daňových systémů jednotlivých členských zemí a na návratu k původním kritériím a principům fiskální disciplíny.

**Svetové spoločenstvo v 21. storočí – determinanty a otázky. Dôchodková reforma na Slovensku-** Ladislav Kabát, (Univerzita Komenského, Bratislava), 13. 4. 2005

**Vstup ČR do eurosystému v kontextu s reformou veřejných financí a s kurzovým režimem ČNB-** Pavel Mertlík (Raiffeisenbank), Tomáš Holub (ČNB), 21. 3. 2005

Na tomto semináři pořádaném pobočkou ČSE v Českých Budějovicích ve spolupráci s Jihočeskou univerzitou 21. března 2004 vystoupili T. Holub (ČNB, viceprezident ČSE) a P. Mertlík (Raiffeisenbank, prezident ČSE). V prvním vystoupení diskutoval T. Holub měnové souvislosti přijetí eura v nových členských zemích EU. Upozornil na existenci dvou skupin, které se liší z hlediska ekonomických charakteristik, stávajícího režimu měnové politiky i strategie přijetí eura. Zatímco Baltské země a Slovinsko mají již teď kurz navázaný na euro a chtějí tuto měnu přijmout rychle, ostatní země mají flexibilnější kurzový režim, cílí inflaci a přijetí eura je směřováno ke konci tohoto desetiletí. Dosažený stupeň nominální konvergence je značný a dává dobrou výchozí základnu pro splnění maastrichtských kritérií v měnové oblasti. S těmito kritérii jsou však obecně spojeny některé sporné otázky, která by měly být diskutovány (interpretace inflačního kritéria navázaná na tři země s nejnižší inflací, dualita cílů v ERM II, nejasná interpretace kritéria kurzové stability, asymetrický charakter kritérií). Na závěr byla představena česká strategie přijetí eura a stručně zmíněny analýzy, které každoročně provádí ČNB ve spolupráci s MF za účelem vyhodnocení stupně připravenosti ČR na převzetí eura. Ve druhém vystoupení se P. Mertlík zamýšlel nad nezbytnými reformami ve fiskální oblasti. Zdůraznil, že s ohledem na aktuální příznivý vývoj veřejných rozpočtů je možno dosáhnout formálního splnění fiskálních maastrichtských kritérií relativně s malými obtížemi. Z dlouhodobého hlediska však udržitelnost veřejných rozpočtů závisí na realizaci klíčových reforem, které musí reagovat na výzvy, jimž čelí všechny vyspělé země (globalizace a mezinárodní daňová konkurence, stárnutí populace, vznik ekonomiky založené na znalostech atd.). Zmínil mimo jiné reformu penzijního systému, zdravotnictví a školství, kde by princip „bezplatnosti“ měl být nahrazen hlediskem „dostupnosti“, tak aby cílů hospodářské politiky bylo dosaženo co nejefektivněji a posílil se princip individuální zodpovědnosti. Po skončení přednášky účastníci semináře diskutovali mimo jiné otázky spojené s reformou Paktu stability a růstu, kurzovým režimem na cestě do eurozóny, rizikem spekulativních toků kapitálu během členství v ERM II apod.

**Účetnictví a daně 2005-** Hana Čermáková (JU v Českých Budějovicích), 9. 3. 2005

**Moderní investiční instrumenty, warrantly a certifikáty-** Česká spořitelna, 9. 3. 2005

**Top 10 hospodářskopolitických překážek a zaostávání české ekonomiky za úrovní EU-** Pavel Kysilka (Česká spořitelna), Petr Zahradník (Česká spořitelna), 20. 4. 2004

## Evropská měnová integrace a měnová politika v ČR- Jan Frait (ČNB), 6. 4. 2004

V úterý 6. dubna 2004 proběhla v prostorách Jihočeské university v Českých Budějovicích přednáška Jana Frait, člena bankovní rady České národní banky (ČNB) na téma Evropská měnová integrace a měnová politika v České republice. Lektor nejprve shrnul institucionální aspekty doprovázející zavedení jednotné měny euro v České republice, které byly dále propojeny s diskusí nad oficiální strategií ČNB a problematikou plnění tzv. maastrichtských kritérií. V další části přednášky byla věnována pozornost tzv. politické ekonomii zavedení eura, s důrazem na vysvětlení rozdílů a míry realističnosti strategií vstupu do eurozóny u jednotlivých kandidátských zemí, která byla konfrontována se sumarizací zevšeobecněných názorů akademické obce. Výklad byl provázán s "klasickou" teorií optimálních měnových zón v jejím raném i modifikovaném pojetí. Dalším samostatným blokem byl rozbor stále častěji citovaného kurzového mechanismu, jednoho z pěti maastrichtských kritérií, mechanismu ERM2. J. Frait se zde zejména zaměřil na rozlišení pojmu centrální parita a konverzní poměr a objasnění důsledků, které bude vstup do ERM2 pro uchazeče o vstup do eurozóny mít. Zde byla rovněž představena pozice ČNB vůči ERM2, která byla v červenci 2003 zveřejněna. Závěrečná část přednášky byla věnována srovnání ČR v plnění maastrichtských kritérií a představení základního výhledu v cílování inflace po roce 2005.

## Makroekonomická analýza ČR a středoevropského regionu- Pavel Kysilka (Česká spořitelna), 4. 12. 2002

## Střednědobá koncepce České národní banky- Zdeněk Tůma (ČNB), 14. 10. 2002