

# **STŘEDOŠKOLSKÁ ODBORNÁ ČINNOST**

**Obor SOČ: 13. Ekonomika a řízení**

**ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA  
V KONTEXTU BOJE ZA STABILITU MĚNY**

**Sainer Matěj**

**Kraj: Ústecký kraj**

**Teplice 2015**

# **STŘEDOŠKOLSKÁ ODBORNÁ ČINNOST**

**Obor SOČ: 13. Ekonomika a řízení**

## **ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA V KONTEXTU BOJE ZA STABILITU MĚNY**

**Autor:** Sainer Matěj  
**Škola:** Obchodní akademie a jazyková škola s právem státní  
jazykové zkoušky, Ústí nad Labem, příspěvková  
organizace  
**Kraj:** Ústecký kraj  
**Konzultanti:** doc. Ing. Čeněk Celer, CSc.  
Ing. Petra Šilhánová

**Teplice 2015**

## **Prohlášení**

*Prohlašuji, že jsem svou práci SOČ vypracoval samostatně a použil jsem pouze podklady (literaturu, projekty, SW atd.) uvedené v seznamu vloženém v práci SOČ.*

*Prohlašuji, že tištěná verze a elektronická verze soutěžní práce SOČ jsou shodné.*

*Nemám závažný důvod proti zpřístupňování této práce v souladu se zákonem č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) v platném znění.*

V .....dne ..... podpis: .....

### **Poděkování**

**Děkuji panu doc. Ing. Čeňkovi Celerovi CSc. a paní Ing. Petře Šilhánové za jejich obětavou a vlídnou pomoc a podnětné náměty a připomínky, které mi během práce poskytli.**

## ANOTACE

Moje práce definuje za pomoci zákonů hlavní činnost ČNB a seznamuje s její historií a organizační strukturou. Dále také pojednává o využívání měnové politiky naší centrální banky. Jako hlavní téma zvažuji boj proti deflaci a posuzuji jednotlivé prostředky, kterými se naše bankovní rada snaží docílit 2% inflace. Tyto prostředky posuzuji s pomocí názorů odborníků a hlavně příkladů ze zahraničí. Dále se také zaměřuji na měnově-politické nástroje a na jejich používání. Na závěr se zabývám otázkou exitu z cílování měnového kurzu a navrácení k uvolnění měnové politiky.

## Annotation

My work defines – with support of laws – the work of ČNB (Czech National Bank) and familiarises with its history and organisational structure. It also deals with the use of monetary policy of our central bank. As to the main topic of my work, it considers actions against deflation and assesses particular measures which our bank board uses to reach the inflation rate of 2%. I assess the measures with the help of expert's opinions and international experience. In my work I also focus on monetary instruments and their use. In conclusion I also deal with the issue of abandoning the exchange rate targeting and returning to unlocking monetary policy.

# OBSAH

	Seznam zkratk	6
	ÚVOD	7
1	Česká národní banka	8
1.1	Činnosti ČNB	8
1.2	Organizační struktura ČNB	9
1.3	Ekonomicko-historický kontext	9
1.4	Cíle ČNB	10
1.4.1	Měnová politika ČNB	10
1.4.2	Cílování inflace v ČR	11
1.4.3	Finanční stabilita	11
2	Stabilita měny	13
2.1	Kroky ČNB v boji proti deflaci	13
2.1.1	Devizové intervence	13
2.1.1.1	Vliv devizových intervencí na subjekty národního hospodářství	15
2.1.1.2	Používání devizových intervencí	16
2.1.1.3	Švýcarská zkušenost	16
2.1.2	Regulace úrokových sazeb	17
3	Názory odborné vrstvy	17
4	Shrnutí	19
	ZÁVĚR	20
	Zdroje	21
	Seznam příloh	23

## **Seznam zkratk**

ČNB	Česká národní banka
EBA	Evropský orgán pro bankovníctví (European Banking Authority)
ESMA	Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (European Securities and Market Authority)
EIOPA	Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (European Insurance and Occupational Pensions Authority)
ESRB	Evropská rada pro systémová rizika (European Systemic Risk Board)
ESFS	Evropský systém finančního dohledu (European System of Financial Supervision)

## ÚVOD

Téma Česká národní banka a inflační boj jsem si zvolil z několika konkrétních důvodů. Jednak proto, že často slýcháme z médií o tzv. devizových intervencích (a s nimi o inflaci) o obavách z deflace a v neposlední řadě také o relevantnosti rozhodování ČNB.

To mě přimělo se o danou situaci zajímat, abych věděl, na kterou stranu se mám přidat. Jestli k těm, kteří tvrdí, že deflace je jenom velký „strašák“, který nás straší v našich představách a nikdy nepříjde, nebo k těm, kteří tvrdí, že hrozba deflace je zcela reálná a že už nám „klepe na dveře“.



## 1. Česká národní banka

Je to ústřední banka České republiky a také ústřední orgán v dohledu nad finančním trhem. Česká národní banka pracuje v souladu se zákonem č. 6/1993 Sb. a je právnickou osobou veřejného práva.

ČNB má sedm regionálních zastoupení a to v Praze, Brně, Ostravě, Hradci Králové, Plzni, Ústí nad Labem, Českých Budějovicích. Centrální banka České republiky také hospodaří vlastním majetkem, včetně devizových rezerv s vysoce odbornou péčí.

Podle § 1a (Sb. č. 6/1993), je Česká národní banka součástí Evropského systému bank na základě Smlouvy o fungování Evropské unie (dále jen „EU“), dále také podle Protokolu o statutu Evropského systému centrálních bank a Evropské centrální banky. Podílí se také na plnění cílů a úkolů Evropského systému centrálních bank.<sup>1</sup>

### 1.1 Činnosti ČNB

Zákon z roku 1994 odstavec 6, § 2 určuje přesné cíle ČNB: *„Hlavním cílem ČNB je péče o stabilitu české měny. Za tím účelem ČNB určuje měnovou politiku, vydává bankovky a mince, řídí peněžní oběh, platební styk a zúčtování bank a pečuje o jejich plynulost a hospodárnost, vykonává dohled nad prováděním bankovních činností a pečuje o bezpečné fungování a účelný rozvoj bankovního systému v České republice, provádí další činnosti podle tohoto zákona a podle zvláštních zákonů.“*<sup>2</sup>

Mezi další činnosti ČNB také patří dohled nad bankovním sektorem, kapitálovým trhem, pojišťovnictvím, penzijním připojištěním, družstevními záložnami, institucemi elektronických peněz a směnárny. Pod pojmem cenová stabilita se rozumí tzv. nízkoinflační prostředí, které je trvalým příspěvkem centrální banky pro udržitelný hospodářský růst. Předpokladem účinnosti centrální banky je její nezávislost vůči vládě.<sup>3</sup>

ČNB také dále spravuje účty organizací a osobám napojeným na státní rozpočet. Na základě dohody s Ministerstvem financí ČR také vykonává operace spojené s emisí státních dluhopisů a investicemi na finančních trzích.

---

<sup>1</sup> Česká národní banka, 2003-2015, O ČNB, Dostupné z URL: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/)

<sup>2</sup> Zákon č. 6/1993 Sb.

<sup>3</sup> Česká národní banka, 2003-2015, O ČNB, Dostupné z URL: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/) (Odst. č. 4)

## 1.2 Organizační struktura ČNB

Nejvyšším řídicím orgánem je bankovní rada, která se dnes skládá z guvernéra (Miroslav Singer), dvou viceguvernérů (Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík) a čtyř dalších vedoucích pracovníků ČNB (Kamil Janáček, Lubomír Lízal, Jiří Rusnok, Pavel Řežábek). Tuto radu jmenuje prezident republiky a to nejvýše na dvě šestiletá období, dále je tato rada ze zákona povinna podávat Parlamentu min. dvakrát ročně zprávu o měnovém vývoji. Také je povinna informovat nejméně jednou za tři měsíce o měnovém vývoji veřejnost Člen bankovní rady nemůže přijmout nabídku mandátu v poslanecké sněmovně nebo ve vládě obecně.<sup>4</sup>

Obrázek 1: Bankovní rada –



Zdroj: ČNB. Dostupné z URL: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/organizacni\\_struktura/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/organizacni_struktura/)

## 1.3 Ekonomicko-historický kontext

Od roku 1919, tedy po vzniku samostatného Československa, se měnová politika státu zabývala hlavně zavedením a stabilizací nezávislé československé koruny. Od roku 1929 se ústřední banka řídila měnovou politikou tzv. zlaté měny. To znamenalo, že musela mít měnu krytou zlatem nebo měnami, které byly za zlato směnitelné. Měnová politika v době okupace, od roku 1939 způsobila, že koruna přestala být samostatnou měnou, ale stala se pouze nominálním zlomkem říšské marky. Po ukončení 2. světové války v roce 1945 nastoupila Poválečná měnová politika, při které bylo nutné se naprosto odloučit od vazeb s Německem. Byla opět zavedena samostatná koruna. Mezi lety 1953 až 1989 se využívala měnová politika v područí direktivního plánování. V červnu roku 1953 proběhla peněžní reforma, která zredukovala množství peněz v oběhu na zlomek předchozí hodnoty. Sametová revoluce v roce 1989 spustila proměnu centrálně řízeného hospodářství v tržní ekonomiku. Zároveň s tím ale centrální banka zaznamenala vysoký nárůst inflace. Po opuštění fixního kurzu v roce 1998 ČNB přistoupila k cílování inflace a tato měnová politika se uskutečňuje do dnes.<sup>5</sup>

<sup>4</sup> Česká národní banka, 2003-2015, Bankovní rada ČNB, Dostupné z URL: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/bankovni\\_rada/co\\_je\\_br.html](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/bankovni_rada/co_je_br.html)

<sup>5</sup> VENCLOVCKÝ, František. Měnová politika v české historii, Praha: Česká národní banka, 2001

## 1.4 Cíle ČNB

### 1.4.1 Měnová politika ČNB

Svého hlavního cíle, péči o cenovou stabilitu, dosahuje ČNB změnami měnových podmínek za pomoci využití svých nástrojů, především úrokových sazeb.

Bankovní rada rozhoduje o použití těchto nástrojů na základě tzv. makroekonomické prognózy, kterou vytváří tým specialistů, také jinak známý jako predikční tým, a vyhodnocení úspěšnosti těchto nástrojů. Po velmi pravděpodobném vstupu do Eurozóny se ČNB vzdá samostatné měnové politiky ve prospěch Evropské centrální banky.

Měnová politika ČNB je právně popsána v 98. článku Ústavy ČR a také řečeno v § 2 zákona č. 6/1993 Sb.

ČNB usiluje o plnění uvedených úloh v rámci měnověpolitických režimů. Mezi tyto režimy patří tyto čtyři základní:

1. režim s implicitní nominální kotvou,
2. režim cílování finanční zásoby,
3. režim cílování měnového kurzu,
4. režim cílování inflace.<sup>6</sup>

**Režim s implicitní nominální kotvou** – spočívá v cílování určité veličiny (peněz) přijaté interně v rámci centrální banky, aniž by došlo k jejímu explicitnímu vyhlášení. Zde je nutná vysoká důvěryhodnost centrální banky<sup>7</sup>

**Režim cílování finanční zásoby** (režim monetární politiky), v němž centrální banka věnuje svou pozornost tempu růstu vybraného peněžní agregátu, jehož prostřednictvím se snaží ovlivnit nabídku peněz a následně také růst cenové hladiny.<sup>8</sup>

V **režimu cílování měnového kurzu** se centrální banka snaží prostřednictvím změn úrokových sazeb a přímých devizových intervencí zajistit stabilitu nominálního měnového kurzu vůči měně tzv. kotevní země, a tak z této země "importovat" cenovou stabilitu.<sup>9</sup>

U **cílování inflace** si centrální banka zvolí, na jakou úroveň bude inflaci směřovat a následně za pomoci měnových nástrojů se pokusí vytlačit (nebo naopak stlačit) inflaci na požadovanou úroveň.

---

<sup>6</sup> Česká národní banka, Cílování inflace, 2003-2015, Dostupné z URL: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/cilovani.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html) (Odst. č. 1)

<sup>7</sup> DobréZnamky.cz, Centrální banka, dostupné z URL: <http://www.dobreznamky.cz/centralni-banka/>

<sup>8</sup> Oikonomikos 2010, Cílování finanční zásoby, dostupné z URL: [http://stat.rs.opf.slu.cz/index.php?option=com\\_content&view=article&id=49:cilovani-penni-zasoby&catid=13:c&Itemid=46](http://stat.rs.opf.slu.cz/index.php?option=com_content&view=article&id=49:cilovani-penni-zasoby&catid=13:c&Itemid=46)

<sup>9</sup> Česká národní banka, Jaké jsou režimy měnové politiky, dostupné z URL: [http://www.cnb.cz/cs/faq/jake\\_jsou\\_rezimy\\_menove\\_politiky.html](http://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html)

## 1.4.2 Cílování inflace v ČR

Cílování inflace je jednou z nejdůležitějších činností ČNB. První inflační cíl byl zveřejněn v prosinci roku 1998 a byl stanoven na 5,5 až 6,5 %. Po roce se tento cíl změnil na 4 až 5 %. Později na 3,5 až 5,5 % pak v roce 2001 na 2 - 4 % až se ustanovil na dnešních 2 % (2015).

Je důležité zdůraznit, ostatně to stejné říká i ČNB, že „přechod k novému režimu měnové politiky nebyl změnou její úlohy, ale pouze změna způsobu plnění“.<sup>10</sup>

Česká bankovní rada v roce 2015 ustanovila inflační cíl na 2 - 3 % z důvodu obavy z deflace, ale i přesto se meziroční růst inflace pohybuje kolem 0,1 %. Proto banka v listopadu 2013 spustila tzv. devizové intervence.<sup>11</sup>

Tabulka 1: Cílování inflace

pro rok	ve výši	plnění k měsíci	stanoven
1998	5,5 - 6,5 %	prosinec 1998	prosinec 1997
1999	4 - 5 %	prosinec 1999	listopad 1998
2000	3,5 - 5,5 %	prosinec 2000	prosinec 1997
2001	2 - 4 %	prosinec 2001	duben 2000
2005	1 - 3 %	prosinec 2005	duben 1999

Zdroj: ČNB. Dostupné z URL: [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/cilovani.html](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html)

## 1.4.3 Finanční stabilita

ČNB definuje finanční stabilitu jako situaci, „kdy finanční systém plní své funkce bez závažných poruch a nežádoucích důsledků pro současný i budoucí vývoj ekonomiky jako celku a zároveň vysokou míru odolnosti vůči šokům.“<sup>12</sup>

Zdrojem těchto šoků, které mohou nastat v oblasti finanční stability, může být i vnější prostředí, domácí makroekonomický vývoj, vývoj u hlavních dlužníků a věřitelů finančních institucí atp.<sup>13</sup>

Cílem ČNB je vytvářet odolnost systému proti finanční nestabilitě. Předpoklady pro finanční stabilitu jsou cenová stabilita a vývoj finančních institucí (bank, pojišťoven, atp.). ČNB tento cíl zatím plní jen z preventivních důvodů a informuje veřejnost o možných rizicích ohrožení finanční stability.

<sup>10</sup> Česká národní banka, Hlavní atributy cílování inflace, 2003-2015, dostupné z URL: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/cilovani.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html)

<sup>11</sup> Česká národní banka, Cílování inflace v ČR, 2003-2015, Dostupné z URL: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/cilovani.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html)

<sup>12</sup> Česká národní banka, Finanční stabilita, 2003-2015, Dostupné z URL: [http://www.cnb.cz/cs/financni\\_stabilita/](http://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/)

<sup>13</sup> Česká národní banka, Finanční stabilita, 2003-2015, Dostupné z URL: [http://www.cnb.cz/cs/financni\\_stabilita/](http://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/)

V nedávné souvislosti s finanční krizí (ale také v souvislosti s řeckou krizí), došlo k velkému posílení významu finanční stability našeho národního hospodářství.

V důsledku krize na trhu hypoték v USA (2007) se více začalo dbát na mezinárodní spolupráci v oblasti finanční stability. V zemích Evropské unie vznikla v roce 2011 Evropská rada pro systémová rizika (ESRB). Tato instituce společně se třemi celoevropskými dohledovými institucemi (EBA, ESMA, EIOPA) tvoří tzv. Evropský systém finančního dohledu (ESFS). Tato organizace je zaměřena na identifikaci systémových rizik a makroprudeční politiku a má za úkol zajistit stabilitu evropského finančního systému.<sup>14</sup>

V následujícím odstavci uvedu jevy nebo operace, při kterých se ohrozí finanční stabilita. Patří sem zejména: rostoucí volatilita, deflace a špatné úvěry, pád cen ropy, dolarový dluh, změna americké úrokové politiky, bubliny na trzích a čínský realitní trh<sup>15</sup>.

Rostoucí volatilita: ve vývoji finančního světa se objevují nežádoucí výkyvy cen. Týká se to měnových kurzů, dluhopisů a ostatních investičních nástrojů. Z hlediska udržení finanční stability je nejlepší udržet volatilitu na co nejnižší úrovni.

Pád cen ropy: země, které jsou importéry ropy, zažívají díky propadu cen ropy období výrazné úspory nákladů. Naopak ropné společnosti čelí výrazným ztrátám. Energetické firmy tak mají problém se splácením poskytnutých půjček.

Dolarový dluh: firmy i vlády, které si půjčily finanční zdroje v dolarech, mají problém se splácením. Naprostá většina příjmů je v domácí měně, která vůči dolaru obvykle oslabuje a tím se dlužníkům prodražuje každá další splátka.

Změna americké úrokové politiky: kdyby došlo k situaci, že Federální rezervní systém přistoupí ke zvýšení svých krátkodobých sazeb mnohem dříve, než většina očekává, pravděpodobně by došlo k okamžitému skoku dlouhodobých úrokových sazeb, což by s sebou přineslo i další zvýšení volatility.

Bubliny na trzích: v období držení úrokových sazeb na technické nule je prostředí nejvhodnější pro vytváření spekulativních bublin.

Čínský realitní trh: pokud dojde k náhlému propadu cen nemovitostí, může to rozpoutat vlnu potíží v čínském finančním sektoru, která by se mohla později přenést do zbytku světa.

---

<sup>14</sup> Česká národní banka, Finanční stabilita (Mezinárodní spolupráce), 2003-2015, Dostupné z URL: : [http://www.cnb.cz/cs/financni\\_stabilita/](http://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/)

<sup>15</sup> BERKA, MMF o ohrožení finanční stability, dostupné z URL: <http://roklen24.cz/a/wvYxh/mmf-o-ohrozeni-financni-stability>

## **2 Stabilita měny**

Důvod, proč je nízká inflace tak nebezpečná, je prostý, nízká inflace vede k deflaci a ta následně k možnému oslabení ekonomiky. Odborná veřejnost se zde rozděluje na dvě velké skupiny. Jedna, (především lidé z ČNB) zastává názor, že stav inflace je už alarmující a že kdykoli můžeme spadnout do tzv. deflační spirály. Naproti tomu druhá skupina se přiklání k názoru, že tato inflace je pouze výkyvem a že není nutné se obávat případné deflace.

### **2.1 Kroky ČNB v boji proti deflaci**

Česká národní banka kolem roku 1998 přešla k režimu cílování čisté inflace. K tomu cíli se ČNB začala postupně přibližovat za pomoci několika nástrojů měnové politiky. Mezi tyto nástroje patří: devizové intervence a snižování úroků

#### **2.1.1 Devizové intervence**

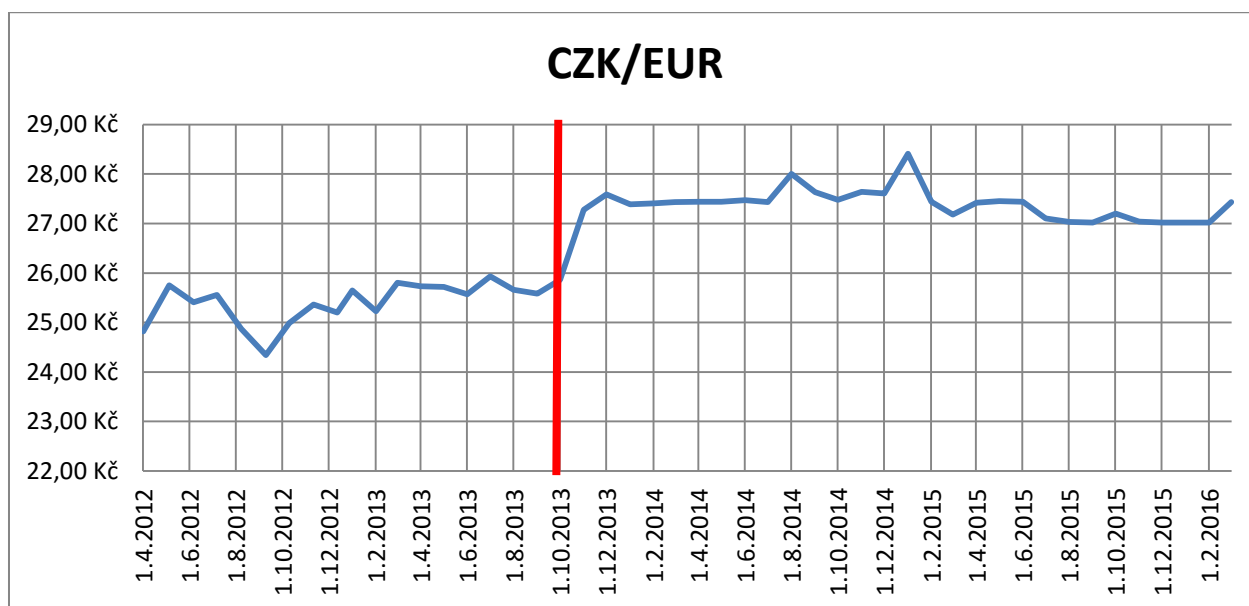
Tento nástroj je snad nejvíce diskutabilní ze všech, protože rozdělil veřejnost, a to nejenom odbornou ale i laickou: na přívržence tohoto intervenčního režimu a na odpůrce tohoto rozhodnutí.

Intervenční režim uplatňuje kurz koruny, jako jeden z nástrojů měnové politiky. ČNB si zde stanovila tzv. kurzovní závazek, který se pohybuje kolem 27,00 CZK/EUR.

Hlavní podstatou intervenčního režimu spuštěného 7. listopadu 2013 je devalvace koruny na již zmiňovaných 27 korun. Za pomoci operací na devizovém trhu ČNB na počátku devalvovala korunu a poté se koruna víceméně stabilizovala. Později už byly nutné jen občasné intervence, které se pohybují kolem několika miliard korun.

Devizová intervence probíhá na devizovém trhu, na kterém se obchoduje s měnami za účelem zisku. ČNB na devizovém trhu má svůj tým makléřů, kteří neustále sledují pohyb kurzu koruny a v případě, že kurz klesne pod závazek, tedy pod 27,00 CZK/EUR, tak tento tým má dostatek financí, aby nakoupil nebo prodal potřebné množství dané měny, a tím vrátí kurz na požadovanou úroveň.

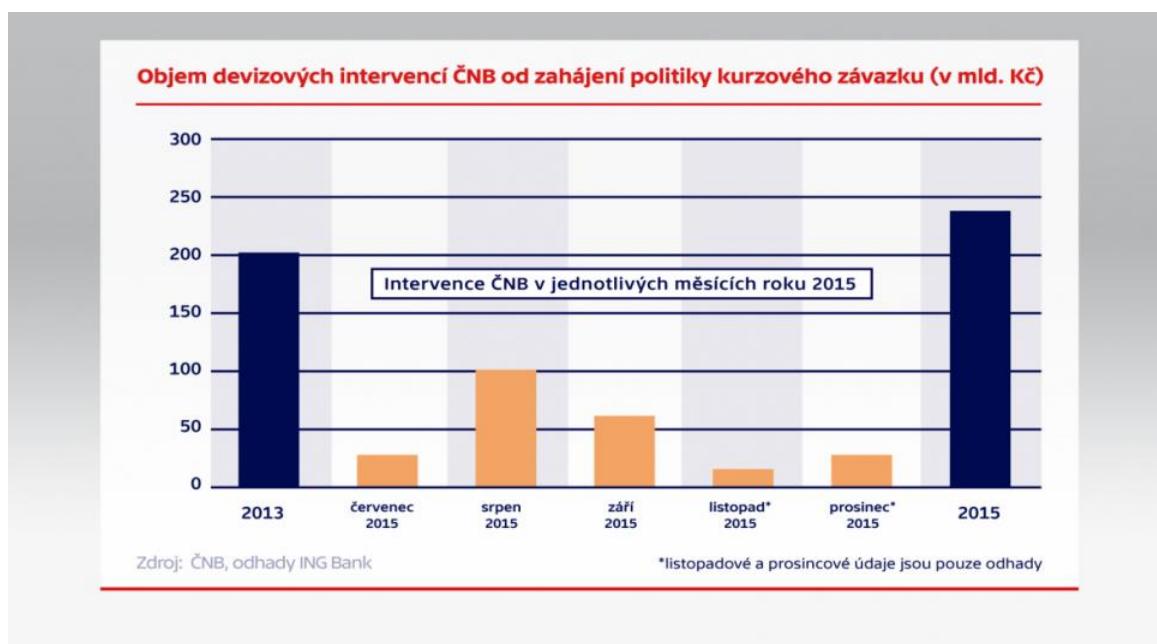
Obrázek 2: Vliv intervencí na českou korunu vůči euru



Zdroj: Vlastní zpracování dle ČNB, dostupné z URL:

[http://www.cnb.cz/cs/financni\\_trhy/devizovy\\_trh/kurzy\\_devizoveho\\_trhu/denni\\_kurz.jsp](http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/denni_kurz.jsp)

Obrázek 3: Prostředky vynaložené na intervence



Zdroj: Česká televize, dostupné z URL:

[http://www.ceskatelevize.cz/ct24/sites/default/files/styles/scale\\_1180/public/1662214-grafyrocenka7.png?itok=X-nhozLJ](http://www.ceskatelevize.cz/ct24/sites/default/files/styles/scale_1180/public/1662214-grafyrocenka7.png?itok=X-nhozLJ)

### 2.1.1.1 Vliv devizových intervencí na subjekty národního hospodářství

Nyní se zaměřím na to, jaké mají vliv devizové intervence na jednotlivé ekonomické skupiny. Tyto skupiny jsem vytvořil na základě hlavního předmětu činnosti do čtyř skupin, a to na exportní firmy, importní firmy, vnitrostátní/tuzemské firmy a veřejnost.

U exportních firem byl zaznamenán největší, avšak očekávaný zisk. Devizové intervence pro ně v podstatě „přes noc“ zajistily zvýšení zisku o cca 5 %. Lze to dokázat na naprosto prostém příkladu. Exportér v ČR nakoupí kapitál za CZK, vyrobí z nich nějaký produkt a ten následně exportuje např. za 1 000 000 €. V období před intervenčním režimem, kdy se kurz koruny pohyboval kolem 24,50 CZK/EUR, za zakázku dostal 24 500 000 CZK. Po devizových intervencích dostane za zakázku 27 milionů, což činí nárůst o 10,41 %.

Tento fakt se samozřejmě objevil v podobě nárůstu HDP o 4 %, což naprosto předčilo očekávání ČNB, která podle prognóz doufala, že se HDP dostane společně s inflací na 3 %. Český export náhle zažil velký nárůst a ten následně ještě podpořily klesající ceny ropy a elektřiny. Hlavním přínosem u exportních firem byl tedy rychlý nárůst zisku a s tím spojený růst HDP.

U importu jde v podstatě o naprosto opačný efekt. Z důvodu devalvace koruny je logické, že dovozní ceny produktů do naší země jsou zvýšeny. Podle ČNB to zásadně ovlivňuje výrobu na našem území. V případě dražší dovozní ceny dojde tedy k podpoře domácího produktu a k jeho následnému prodeji a tím zároveň dojde ke snížení nezaměstnanosti na našem území.<sup>16</sup>

To všechno tedy přispívá k rozvoji firem a následně tedy i k růstu inflace. Bohužel, tady už se objevila první výrazná chyba v předpokladech ČNB, protože ve zprávě o meziročním růstu inflace z listopadu 2015 došlo k protichůdnému efektu, přišlo totiž snížení inflace z 0,2 % na 0,1 %.<sup>17</sup>

Pokud se zaměříme na ostatní firmy (které působí jen na našem území), tak dopad opatření ČNB výrazně nepocítují. Můžeme ale vzít v potaz to, že pokud si bude chtít podnikatel nakoupit zdroje v zahraničí, tak ho to vyjde draž než v období bez intervencí. Pokud by ovšem ale došlo k nárůstu inflace, tak by se podnikateli toto zdražení, v podstatě vrátilo v podobě větších zisků.

Pro domácnosti přinášejí intervence pouze prodražení zahraničních produktů a služeb. Ať už se jedná o ceny aut, dovolených, nákupů, počítačů atp. všechno nás v podstatě vyjde draž než obvykle

---

<sup>15</sup> Vlastní pozorování

<sup>17</sup> Česká národní banka, dostupné z URL: [www.CNB.cz](http://www.CNB.cz)



### 2.1.1.2 Používání devizových intervencí

Nelze ovšem nabýt špatného dojmu, že uplatňování kurzu jako měnověpolitického nástroje, uskutečňuje jenom ČNB. Když se podíváme do blízké minulosti, tak to není tak dávno co Švýcarská národní banka (SNB) ukončila intervenční režim.

Systém devizových intervencí s sebou přinesl více nesouhlasu než souhlasu. Například IVK (Institut Václava Klause) se ČNB snaží poměrně často přesvědčit o jejím omylu a že systém intervencí byl naprosto zbytečný a že to může být i možný krok k destabilizaci české ekonomiky.

Dle mého názoru nejsou tyto argumenty zrovna od věci, protože až se jednou přiblíží konec intervenčního období a inflace bude stabilizovaná (mluví se od přelomu roků 2016/2017), tak česká ekonomika může zažít kurzový šok s příchodem reálného kurzu vůči euru. A to může dosti silně destabilizovat českou ekonomiku. Kurz například může během jedno měsíce velmi rychle posílit a to třeba až o tři koruny. Může se například stát, ačkoli by to bylo velmi nepravděpodobné, kdy došlo ve Švýcarsku po ukončení intervenčního režimu k neuvěřitelnému skoku vůči euru v rámci dvou měsíců. Což samozřejmě ovlivnilo celý tamní finanční trh.

### 2.1.1.3 Švýcarská zkušenost

Švýcarsko se oproti nám ekonomicky velice liší, a tudíž předpokládat 100 % podobnost se Švýcarským exitem by byla chyba. Švýcarsko intervenovalo svůj frank v páru s eurem a to na úroveň 0,71 CHF/EUR. Poté co 1. 1. 2015 ohlásilo exit z kurzového závazku, frank vyskočil v rámci několika týdnů na 1,20 CHF/EUR. Švýcarsko se v důsledku tohoto šoku a paniky exportérů dostalo do recese.<sup>18</sup>

Co se týče našeho exitu, jsou dvě varianty: první tzv. švýcarský scénář, navrhuje, aby v případě, že se bankovní rada rozhodne, že koruna musí rychle posílit, tak by musela ČNB prodat svoje devizové rezervy a koruna by skokově posílila a my bychom se také mohli ocitnout v recesi. Bankovní rada ovšem rozhodla, že k tomuto scénáři rozhodně nedojde a že bude sledovat postupné uvolňování koruny.<sup>19</sup>

---

<sup>18</sup> Swiss nacional bank, 2016, dostupné z URL: <http://www.snb.ch/en/>

<sup>19</sup> Roklen24, Ukončení intervencí: Důsledky pro ekonomiku a domácnosti, dostupné z URL: <http://roklen24.cz/a/iB47e/ukonceni-intervenci-dusledky-pro-ekonomiku-a-domacnosti>

### 2.1.2 Regulace úrokových sazeb

Úrokové sazby jsou ve své podstatě procentní vyjádření zvýšení půjčené částky za určité časové období.<sup>20</sup> Máme tři základní úrokové sazby: repo sazba, diskontní sazba, lombardní sazba

Diskontní sazba je základní úrokovou sazbou v ekonomice. Tato sazba symbolizuje úrok, který si připíší obchodní banky, když si u ČNB uloží přes noc volnou likviditu. Diskontní sazba nepřímo ovlivňuje výši úroků pro podnikatelskou sféru. Pokud je vysoká inflace, centrální banka udržuje vysokou hladinu diskontu. Pokud ale hrozí deflace tak diskontní sazbu sníží.

Lombardní sazba je úroková sazba pro úvěry obchodním bankám se zástavou cenných papírů.<sup>21</sup>

Repo sazba je využívána při tzv. repo operacích, tedy finančních operacích na volném trhu, jejichž prostřednictvím Česká národní banka reguluje množství peněz v oběhu. Od bank je centrální bankou stahována přebytečná likvidita a naopak jsou jim předávány cenné papíry, které se později České národní bance vrací, a to za zapůjčené finanční prostředky navýšené o dohodnutý úrok.<sup>22</sup>

Tabulka 2: Hladiny úrokových sazeb

Úrokové sazby	Sazba	Platí od
2T repo operace	0,05 %	2.11.2015
diskontní sazba	0,05 %	2.11.2015
lombardní sazba	0,25 %	2.11.2015

Zdroj: Vlastní zpracování dle ČNB, dostupné z URL: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/mp\\_nastroje/](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/)

### 3 Názory odborné vrstvy

V následující kapitole uvedu názory zkušených ekonomů a bankéřů. Dne 22. ledna 2015 se v IVK konal seminář s názvem: „Pád české koruny: spekulční atak nebo (ne)chtěný výsledek měnové politiky ČNB?“. Toho semináře se zúčastnilo 20 předních ekonomů zabývajících se českou ekonomikou. ČNB zastupoval viceguvernér Vladimír Tomšík.

<sup>20</sup> Wikipedie, Úrokové sazby, odkaz URL: [https://cs.wikipedia.org/wiki/%C3%9Aurokov%C3%A1\\_sazba](https://cs.wikipedia.org/wiki/%C3%9Aurokov%C3%A1_sazba)

<sup>21</sup> ŠVARCOVÁ, Jena. *Ekonomie, stručný přehled*, Zlín: CEED, 2002/2003, ISBN 80-902552-6-4

<sup>22</sup> Wikipedie, Repo sazba, dostupné z URL: [https://cs.wikipedia.org/wiki/Repo\\_sazba](https://cs.wikipedia.org/wiki/Repo_sazba)

Odpůrci ČNB zdůrazňovali zhruba toto:

- za chybu považovali nejen znehodnocení kurzu, ale i změnu kurzového režimu a přechod ČNB k aktivizmu,
- nevěřili „deflačnímu zdůvodnění“ intervencí,
- polemizovali o použití pojmu deflace jako adekvátního popisu naší situace,
- relativizovali volbu inflačního cílování a vhodnost inflačního cíle.

Václav Klaus (bývalý prezident a ministr financí) ve svém článku pro IVK uvedl: „*Je zřejmé, že si ČNB klade ambiciózní cíle, že chce ekonomiku řídit, regulovat, ovlivňovat, podporovat, že se nechce spokojit s úlohou garanta přiměřeně stabilního fungování měnového systému a přiměřené stability cen.*“<sup>23</sup> Komentář pana Kause se mi zdá poněkud zveličený. Jak jsem uváděl, tak jedním z cílů ČNB je právě ona regulace a řízení.

Jako další komentář uvádím názor Karla Dyby (bývalý ministr hospodářství, profesor na VŠE). „*Doufejme, že naši bankéři dokáží exit zvládnout takovým způsobem, že to nebude mít nakonec destabilizující účinek nejen pro finanční trhy, ale hlavně pro reálnou ekonomiku.*“<sup>24</sup> ...a tady mi nezbyvá nic jiného než s ním naprosto souhlasit.

Lukáš Kovanda (hlavní ekonom společnosti Roklen24 – ekonomický portál s finančním a investičním zaměřením) tvrdí, že: „*Mnozí centrální bankéři a ekonomové – a převážná část médií – před deflační spirálou do omrzení varují a deflaci mají automaticky za zlo. Jenže ve světlech zmíněných studií a čísel se takové varování ukazuje být jen neopodstatněným strašením.*“<sup>25</sup> Tento názor - i přes svoji vysokou kontroverzi - může být sice velice výstřední ale rozhodně ne špatný. Deflace v únosné míře může být lepší pro obě strany ekonomiky (podnikatelskou a spotřebitelskou). Problémem ale může být vysoké riziko při pohrávání si s deflací.

Pan Martin Mašát (portfolio manager firmy Partners) se zaměřil i na exportní firmy a k tomuto tématu dodává: „*Vítězem jsou exportéři, kteří budou lépe vyvážet a zvýší své zisky. Bohužel, velcí exportéři jsou většinou vlastněni zahraničními majiteli, kteří za větší zisky budou jen rádi.*“<sup>26</sup>

Za zmínku také určitě stojí příspěvek pana Vladimíra Tomšíka (současného viceguvernéra ČNB), který mimo velké spousty argumentů pro odpůrce intervencí popisuje

---

<sup>23</sup> KLAUS, Václav. Zápis ze sedmých Rozmluv na Hanspaulce. Praha: IVK, 2015. ISBN 978-80-87806-93-7

<sup>24</sup> DYBA, Karel. Devizová intervence patří do arzenálu monetární politiky. Praha: IVK, 2015. ISBN 978-80-87806-93-7

<sup>25</sup> KOVANDA, Lukáš. Zkázonosná deflace je historickou anomálií. Praha: IVK, 2015. ISBN 978-80-87806-93-7

<sup>26</sup> MAŠÁT, Martin. Prorocký syndrom prognostiků, Praha: IVK, 2015. ISBN 978-80-87806-93-7

možný exit od kurzového závazku: „Říci přesně, jak dlouho ještě může platit asymetrický kurzový závazek, je nemožné. Ten by totiž měl být ukončen až ve chvíli, kdy česká ekonomika bude natolik silná, že bude vytvářet dostatečné a stabilní inflační tlaky na úrovni inflačního cíle ČNB, včetně využití celé šíře tolerančního pásma.“<sup>27</sup> Tento komentář mi přijde velice vyhýbavý a diskutabilní, jak přesně poznáme popisované kvóty? Nikdy nemůžeme určit toto prostředí přesně. Takže jestli zítra nebo za deset let, to je v podstatě stejné.

K otázce exitu se v pořadu ČT1 (Otázky Václava Moravce) zmínil i pan Miroslav Singer (současný guvernér ČNB): „*My už moc neposouváme, myslím, že si všichni umíme představit, že k tomu exitu v první polovině příštího roku může dojít, to že ekonomika spravuje je zřejmé.*“<sup>28</sup>

Tuto kapitolu uzavřu výňatkem ze sloupku v Newsletteru IVK z listopadu 2015. Doktorand na FSV UK Pavel Ryska napsal: „*Česká ekonomika rychle roste a může se chlubit druhou nejnižší mírou nezaměstnanosti v EU. Zároveň však ČNB drží korunu uměle slabou, tedy připravuje české spotřebitele o odměnu za výkonnost země v podobě silnější měny.*“<sup>29</sup>

---

<sup>27</sup> TOMŠÍK, Vladimír. Kurzový závazek jako nástroj měnové politiky ČNB v pasti likvidity, IVK, 2015. ISBN 978-80-87806-93-7

<sup>28</sup> ČT1. Otázky V. Moravce, 13. 3. 2016. Dostupné z URL: <http://www.ceskatelevize.cz/ivysilani/1126672097-otazky-vaclava-moravce/216411030500313>

<sup>29</sup> RYSKA, Pavel. Končí druhý rok intervenčního režimu ČNB. Praha: IVK, listopad 2015

## 4 Shrnutí

Ačkoliv jsem se po celý proces tvorby této práce snažil udělat to, co jsem si slíbil v úvodu, a to ujasnit si, ke které straně se přikloním - je to nerozhodně. Relevantního výsledku lze docílit jedině tehdy, když vezmeme v úvahu veškeré členy v rovnici a ne jenom ty, co se nám hodí. Můžeme se pokusit postupně rozebrat pozitiva a negativa, která nám přinesly devizové intervence.

Tady jsme u jádra samotného problému. Mnoho lidí akademické i laické úrovně má s rozhodnutím ČNB o zahájení intervencí a vytvoření kurzovního závazku nemalé problémy. Jde o to, že mnoha lidem vadí, že ČNB vystupuje na devizovém trhu jako spekulant a vytváří tak jistotu na poli devizového trhu s tím, že koruna pod 27.00 CZK/EUR nikdy nepůjde a i s touto informací jde už nějak naložit se ziskovými cíli.

Není žádným tajemstvím, že za vzestupem HDP (díky kterému se naše ekonomika zařadila mezi jedny z nejrychleji rostoucích v Evropě), stojí náš export, který byl nejsilnější složkou naší ekonomiky v roce 2015. Za velkým nárůstem zisku z exportu nestojí nic jiného než devizové intervence, které zajistily našim exportérům zvýšení zisků, a to byl ten přesně očekávaný moment, na který zřejmě čekala ČNB.

Nutno konstatovat, že rozběhlá ekonomika by za normálních okolností vedla k posílení koruny, což však díky intervencím není možné. Bankovní sektor se topí v přebytku likvidity, kterou však firmy nepotřebují. Banky mají příliš mnoho peněz, které se však nepromítají do reálné politiky. České hospodářství se tak dostalo do pasti na likviditu, kdy měnová politika není účinná. Možná, že uměle oslabený kurz se letos vyčerpá. Snad by pomohla fiskální politika.

Na druhé straně lidé tady v pohraniční vřdycky byli zvyklí, že jednou měsíčně vzali rodinu a odjeli do Německa. Bylo vřdycky zvláštní, jak za těch 50 km dojde k naprosté změně cen i kvality zboží. Kdo před listopadem 2013 jel do Německa, nakoupil tam levně, rychle a mnohdy i mnohem kvalitně než tady u nás. To se ale po listopadu změnilo a v jednom bodě dokonce obrátilo. Pro Němce jsme se stali levnou benzínkou, a to hlavně v severních Čechách, kde Němci mohou natankovat mnohem levněji než doma. V tomto bodě mají tedy intervence zase bod dolů.

Objevují se zde dva pohledy, ekonomický a sociální. Z ekonomického hlediska byly intervence skutečně dobré rozhodnutí, které přineslo podporu ekonomiky, avšak ze sociálního hlediska přinesly nespokojenost do řad občanů ČR. Během toho, co jsem psal tuto práci, se mě mnoho lidí ptalo, jestli je postup České národní banky relevantní a adekvátní dané situaci a jestli opravdu dělají správná rozhodnutí.

Postup naší banky je v podstatě jasný (a uvádí to i ve svém videu „fanděte dvouprocentní inflaci“<sup>30</sup>). Na začátku, když inflace začne klesat, tak ČNB stáhne úrokové sazby na „nulovou hodnotu“, a potom jí „hodí pomocný kruh“ v podobě devizových intervencí.

Osobně si myslím, že panika ČNB byla ale poněkud předčasná a že inflace by za nějakou dobu nabrala zase opačný směr, protože i přesto, že máme skvěle rostoucí ekonomiku, se meziroční růst inflace (v době intervenování) pohybuje směrem dolů. Tudiž intervence zatím nemají žádný vliv. Několik světově uznávaných vysokoškolských profesorů (Kehoe, Atkenson, Bordo, Filardo, Burke, Ozdagli) dokonce uvádí, že deflace nemusí být nepřítel ale spojenec. Samozřejmě v omezeném rozsahu až na -3 %. Domnívám se, že inflace vzroste tehdy, až se rozhýbají mzdy.

---

<sup>30</sup> Česká národní banka, Pomáháme české ekonomice, (video) dostupné z URL: <https://www.youtube.com/watch?v=LgdjHVKU1qE>

## ZÁVĚR

Na závěr tu ale vystává ještě jedna otázka. Jak ČNB zvládne exit od kurzovního závazku do volně plovoucího? Je otázkou, zdali se nová bankovní rada pod vedením pana Rusnoka rozhodne ukončit intervence, nebo jestli bude protahovat jejich působení až do nekonečna. To je otázka na kterou zatím nikdo nemá odpověď. Nicméně si myslím, že exit z kurzového závazku bude velice pozvolný, nebude jednoduchý a začne někdy v létě roku 2017.

## Zdroje

1. Česká národní banka, 2003-2015, O ČNB, Dostupné z URL: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/)
2. Zákon o České národní bance, č. 6/1993 Sb.
3. Česká národní banka, 2003-2015, O ČNB, Dostupné z URL: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/) (Odst. č. 4)
4. Česká národní banka, 2003-2015, Bankovní rada ČNB, Dostupné z URL: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/bankovni\\_rada/co\\_je\\_br.html](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/bankovni_rada/co_je_br.html)
5. VENCLOVCKÝ, František. Měnová politika v české historii, Praha: Česká národní banka, 2001
6. Česká národní banka, Cílování inflace, 2003-2015, Dostupné z URL: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/cilovani.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html) (Odst. č. 1)
7. DobréZnámky.cz, Centrální banka, dostupné z URL: <http://www.dobreznamky.cz/centralni-banka/>
8. Oikonomikos 2010, Cílování finanční zásoby, dostupné z URL: [http://stat.rs.opf.slu.cz/index.php?option=com\\_content&view=article&id=49:cilovani-penni-zasoby&catid=13:c&Itemid=46](http://stat.rs.opf.slu.cz/index.php?option=com_content&view=article&id=49:cilovani-penni-zasoby&catid=13:c&Itemid=46)
9. Česká národní banka, Jaké jsou režimy měnové politiky, dostupné z URL: [http://www.cnb.cz/cs/faq/jake\\_jsou\\_rezimy\\_menove\\_politiky.html](http://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html)
10. Česká národní banka, Hlavní atributy cílování inflace, 2003-2015, dostupné z URL: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/cilovani.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html)
11. Česká národní banka, Cílování inflace v ČR, 2003-2015, Dostupné z URL: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/cilovani.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html)
12. Česká národní banka, Finanční stabilita, 2003-2015, Dostupné z URL: [http://www.cnb.cz/cs/financni\\_stabilita/](http://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/)
13. Česká národní banka, Finanční stabilita (Mezinárodní spolupráce), 2003-2015, Dostupné z URL: : [http://www.cnb.cz/cs/financni\\_stabilita/](http://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/)
14. BERKA, MMF o ohrožení finanční stability, dostupné z URL: <http://roklen24.cz/a/wvYxh/mmf-o-ohrozeni-financni-stability>
15. Vlastní pozorování
16. Česká národní banka, dostupné z URL: [www.CNB.cz](http://www.CNB.cz)
17. Swiss nacional bank, 2016, dostupné z URL: <http://www.snb.ch/en/>
18. Roklen24, Ukončení intervencí: Důsledky pro ekonomiku a domácnosti, dostupné z URL: <http://roklen24.cz/a/iB47e/ukonceni-intervenci-dusledky-pro-ekonomiku-a-domacnosti>



19. Wikipedie, Úrokové sazby, odkaz URL:  
[https://cs.wikipedia.org/wiki/%C3%9Arokov%C3%A1\\_sazba](https://cs.wikipedia.org/wiki/%C3%9Arokov%C3%A1_sazba)
20. ŠVARCOVÁ, Jena. Ekonomie, stručný přehled, Zlín: CEED, 2002/2003, ISBN 80-902552-6-4
21. Wikipedie, Repo sazba, dostupné z URL: [https://cs.wikipedia.org/wiki/Repo\\_sazba](https://cs.wikipedia.org/wiki/Repo_sazba)
22. KLAUS, Václav. Zápis ze sedmých Rozmluv na Hanspaulce. Praha: IVK, 2015. ISBN 978-80-87806-93-7
23. DYBA, Karel. Devizová intervence patří do arzenálu monetární politiky. Praha: IVK, 2015. ISBN 978-80-87806-93-7
24. KOVANDA, Lukáš. Zkázonosná deflace je historickou anomálií. Praha: IVK, 2015. ISBN 978-80-87806-93-7
25. MAŠÁT, Martin. Prorocký syndrom prognostiků, Praha: IVK, 2015. ISBN 978-80-87806-93-7
26. TOMŠÍK, Vladimír. Kurzový závazek jako nástroj měnové politiky ČNB v pasti likvidity, IVK, 2015. ISBN 978-80-87806-93-7
27. RYSKA, Pavel. Končí druhý rok intervenčního režimu ČNB. Praha: IVK, listopad 2015
28. Česká národní banka, Pomáháme české ekonomice, (video) dostupné z URL:  
<https://www.youtube.com/watch?v=LgdjHVKU1qE>

**Seznam příloh:**

1. Společensko-historický kontext ČNB
2. Profesori/Ekonomové příklánějící se k deflaci

## **Příloha**

### **1. Společensko-historický kontext ČNB**

#### **Bankovní úřad ministerstva financí**

Po zániku Rakousko-Uherské monarchie potřebovalo nově vytvořené Československo vlastní bankovní a měnový systém. V únoru 1919 se uskutečnila měnová odluka a díky ní byl založen tento úřad.

Úkolem tohoto úřadu bylo řídit měnovou politiku a později také spravovat devizové transakce a zároveň také měla za úkol připravit vznik samostatné centrální banky a to Národní banky Československé.

#### **Národní banka Československá**

V dubnu 1926 vznikla první centrální banka ČSR a to Národní banka Československá. NČB měla status akciové společnosti a ze 2/3 ji vlastnili soukromí investoři, zbytek, tedy 1/3 vlastnil oficiálně stát.

#### **Národní banka pro Čechy a Moravu**

Vznikla po obsazení v roce 1939. Říšská banka si vynutila veškerý dozor nad naší centrální bankou i převedení měnového zlata.

#### **Národní banka Československá**

Po porážce nacistů v roce 1945 se NBČ musí vypořádat se správou měny, ale přesto vznikly dvě samostatné cedulové banky, Národní banka a Slovenská národní banka. Nakonec i tyto dvě banky byly po roce 1945 sloučeny. Národní banka se stává veřejným statním ústavem.

#### **Státní banka československá**

Centrální banka má za úkol přizpůsobit se bankovníctví sovětskému modelu na principu tzv. monobanky. V roce 1950 po sloučení NBČ, Slovenské Tatrabanky, Živnostenské banky a Poštovní spořitelny, vznikla Státní banka československá, která ztratila nezávislost a nově pracovala pod záštitou Ministerstva financí.

#### **Státní banka československá - centrální banka**

Po ukončení komunistického režimu byl zaveden dvoustupňový bankovní systém. To znamenalo, že se od státní banky oddělily obchodní činnosti, které byly převedeny na Komerční banku, Všeobecnou investiční banku a Investiční banku. Následně se soustředila na emisní a devizovou činnost.

## Česká národní banka

Jedním z následků rozpadu ČSR bylo i vytvoření dvou centrálních bank. Začátek příprav těchto dvou bank se datuje k září 1992, aby už 1. ledna 1993 mohli začít bezproblémově fungovat.<sup>31</sup>

## 2. Profesori/Ekonomové přiklánějící se k deflaci

Andrew Atkeson<sup>32</sup>

profesor na University of California, Los Angeles

literatura:

Are Phillips curves useful for forecasting inflation? (2001)

On efficient distribution with private information (1992)

International lending with moral hazard and risk of repudiation (1991)

Patrik Kehoe<sup>33</sup>

profesor na Stanford University

literatura:

International real business cycles (1992)

Deflation and Depression: Is There and Empirical Link? (2004)

Michael Bordo<sup>34</sup>

profesor Rutgers University

literatura:

The optimum quantity of money (2005)

Is the crisis problem growing more severe? (2001)

The gold standard as a rule (1990)

Andrew J. Filardo<sup>35</sup>

ekonom v Bank for International Settlements

literatura:

Business-cycle phases and their transitional dynamics (1994)

Business cycle durations (1998)

Monetary policy and asset prices (2000)

---

<sup>31</sup> Česká národní banka, Historie ČNB v souvislostech, 2003-2015, Dostupné z URL:

<http://www.historie.cnb.cz/cs/>

<sup>32</sup> <https://scholar.google.cz/citations?user=vAkwwiwAAAAJ&hl=cs&oi=ao>

<sup>33</sup> <https://ideas.repec.org/e/pke4.html>

<sup>34</sup> [https://scholar.google.cz/citations?user=fF\\_fq8kAAAAJ&hl=cs](https://scholar.google.cz/citations?user=fF_fq8kAAAAJ&hl=cs)

<sup>35</sup> <https://ideas.repec.org/f/pfi266.html>

Mary A. Burke<sup>36</sup>

ekonomka ve Federal Reserve Bank of Boston

literatura:

Economic Literacy and Inflation Expectations (2014)

Classroom Peer Effects and Student Achievement (2013)

Household Inflation Expectations and Consumer Spending: Evidence from Panel Data (2013)

Ali K. Ozdagli

ekonom ve Federal Reserve Bank of Boston

literatura:

Financial Leverage, Corporate Investment, Stock Returns (2012)

Household Inflation Expectations and Consumer Spending: Evidence from Panel Data, (2013)

"The Final Countdown: The Effect of Monetary Policy during "Wait-for-It" and Reversal Periods (2015)

---

<sup>36</sup> <http://www.bostonfed.org/economic/econbios/ozdagli.htm>