



„V měnové politice založené na cílování inflace, jakou realizuje i ČNB, je klíčové nedopustit, aby se inflace dlouhodobě odchylovala od inflačního cíle. V období recese a možné hrozby podstřelování inflačního cíle, kdy centrální banka již snížila měnově politickou úrokovou sazbu na „technickou nulu“, může v souladu s indexem měnových podmínek dále uvolňovat měnovou politiku prostřednictvím kurzového kanálu,“ říká **Vladimír Tomšík**, viceguvernér ČNB.

Kdo šetří, má za tři

SPOR O HOSPODÁŘSKÝ RŮST, MÍRU ÚSPOR A ROLI CENTRÁLNÍ BANKY

Kdo šetří, má za tři. Staré dobré české „mikroekonomické“ přísloví, které je již tradičně zpochybňováno keynesovskou makroekonomií. Podle keynesovců příliš mnoho úspor může blokovat oživení ekonomiky.

MARTIN MANDEL, VŠE, VLADIMÍR TOMŠÍK, ČNB

Keynes ve své stěžejní práci „The General Theory of Employment, Interest and Money“ přímo říká: „Čím více jsme ctnostní, čím více jsme sporní a čím tvrdohlavěji jsme ortodoxní v našich národních i osobních financích, tím více budou muset naše důchody klesat.“ Tento problém byl v poslední době v České republice velmi diskutován v souvislosti s politikou úspor a zvyšování daní, k níž přistoupila česká vláda. Domácnosti z obavy o budoucnost snižují svoji spotřebu již od 1. čtvrtletí 2011. Vládní výdaje klesají dokonce již od 4. čtvrtletí 2010. V roce 2012 česká ekonomika opětovně spadla do hospodářské recese.

Jako příklad úspěšné hospodářské politiky je naopak často zmiňován vývoj v sousedním

Polsku, které má relativně vysoký hospodářský růst. Pokusíme se ukázat, že na základě několika čtvrtletních údajů však nelze zaujmout kategorická stanoviska o úspěšnosti hospodářské politiky. Vývoj spotřeby a úspor je nutno dát do souvislosti s celkovou makroekonomickou rovnováhou ekonomiky.

HOSPODÁŘSKÝ RŮST A MAKROEKONOMICKÁ ROVNOVÁHA

Dříve, než přistoupíme k analýze vývoje míry úspor v české ekonomice, je nutné posoudit celkový kontext hospodářského růstu z pohledu základních ukazatelů makroekonomické rovnováhy (tabulka 1). Polská ekonomika

a její vysoký hospodářský růst, který se často zmiňuje v kontrastu s hospodářským poklesem v ČR (rok 2012), se okamžitě dostává do jiného světla, pokud dosažené hodnoty konfrontujeme s dalšími ukazateli makroekonomické rovnováhy. Zejména ve srovnání s Německem a Rakouskem je patrné, že další vývoj polské ekonomiky bude limitován nejen vysokým schodkem státního rozpočtu, ale zejména deficitem běžného účtu.

Na opačném pólu je naopak Maďarsko, které vzhledem k velice špatnému vývoji dluhových charakteristik v posledních letech bylo nuceno přistoupit k razantním opatřením, a to i za cenu zpomalení hospodářského růstu. Solidní růst slovenské ekonomiky probíhá v podmínkách mírně kladného salda běžného účtu. Výhodou Slovenska je skutečnost, že má relativně nízký deficit bilance výnosů, který je více než pětikrát nižší ve srovnání s ČR.

Na grafu 1 můžeme sledovat, že v posledních letech kladné saldo bilance výkonů (zboží a služeb) neroste dostatečně rychle, aby dohnalo deficit bilance výnosů, který je hlavní příčinou deficitu našeho běžného účtu. Ten je pro ČR charakteristický od roku 1994. Postupné zpomalování přílivu zahraničních přímých investic (včetně relativního poklesu reinvestic zisku) si v brzké době vynutí vyrovnání salda běžného účtu.

Za povšimnutí stojí i fakt, že s výjimkou let 2001, 2002 a 2004 až 2006 byl vývoj salda bilance výkonů (graf 2) negativně korelován s vývojem celkové domácí poptávky (tzv. hrubé domácí konečné výdaje). Konkrétně mezi-

roční zlepšení tohoto salda přichází ve fázích poklesu domácí poptávky. S růstem domácí poptávky se bilance výkonů zhoršuje.

Na údaje o výši míry národních úspor a míry úspor domácností je tak nutné se dívat nejenom v souvislosti s krátkodobým hospodářským růstem, ale zejména v kontextu celkové rovnováhy ekonomiky, bez níž není možné hospodářský růst v dlouhém období udržet.

MÍRA ÚSPOR V ČESKÉ REPUBLICE JE DLOUHODOBĚ NÍZKÁ

Národohospodářská statistika nám umožňuje formulovat důležitou identitu, že saldo běžného účtu (NCA) je vždy rovno rozdílu mezi národními úsporami (S) a investicemi (I). Národní úspory pak můžeme rozdělit na úspory soukromé (S_p) a vládní (S_c):

$$NCA = S - I = S_p + S_c - I$$

Z hlediska tohoto vztahu platí, že za předpokladu stabilních investic zlepšení běžného účtu platební bilance vyžaduje zvýšení soukromých nebo vládních úspor. Zaměříme se nejdříve na úspory domácností, které jsou částí soukromých úspor a o kterých se v současné době nejvíce diskutuje.

Míra hrubých úspor domácností v ČR vyjádřená v poměru k HDP (tabulka 2) je dlouhodobě nízká (zejména ve srovnání s Německem a Rakouskem). Zajímavé je, že míra úspor českých domácností v průběhu první fáze recese (rok 2009) vzrostla. To je v rozporu s teorií permanentního důchodu, podle které by mělo docházet k vyhlazování spotřeby v čase. V recesi by tak měla míra úspor domácností výrazně poklesnout. Zdá se, že opak je pravdou. České domácnosti reagují na nepříznivou hospodářskou situaci zvýšením míry úspor a je jim vlastní opatrnostní motiv ve spotřebě.

Míra hrubých národních úspor vyjádřená v poměru k HDP (tabulka 3) má v ČR dlouhodobě klesající trend (z 28,6 % v roce 1995 na pouhých 20,7 % v roce 2011). V posledních letech je tato míra úspor nízká – zejména ve srovnání se zeměmi, které na rozdíl od nás vykazují přebytek běžného účtu platební bilance (Německo či Rakousko).

Při podrobnější sektorové analýze zjistíme, že problém nízké míry hrubých národních úspor není ani tak v sektoru firem jako právě u domácností. Vysvětlení, že naše míra úspor je nízká, protože české domácnosti mají nižší příjmy ve srovnání s německými a rakouskými domácnostmi, je logické. Na druhé straně to nic nemění na tom, že nelze žít do nekonečna s deficitem běžného účtu.

Dlouhodobý deficit běžného účtu se u nás projevuje v nepříznivém vývoji stavových ukazatelů. V letech 1993 až 2011 se poměr hrubého zahraničního dluhu ČR k HDP zhoršil z hodnoty 25,1 % na 49,2 %. Podobný vývoj zaznamenala též investiční pozice ČR vůči zahraničí, která se z kladné hodnoty 10 % dostala na zápornou -49,7 %!

EXISTUJE OPTIMÁLNÍ VÝŠE MÍRY NÁRODNÍCH ÚSPOR?

„Zlaté pravidlo míry úspor“ by mělo umožnit stanovit konkrétní hodnotu míry národních úspor, která v dlouhém období zajistí požadovanou úroveň důchodu a spotřeby na jednoho obyvatele, resp. i potřebnou úroveň kapitálu na obyvatele. Míra úspor v dlouhodobě rovnovážném stavu by měla zajistit obnovu kapitálu z hlediska jeho amortizace a rovněž vybavení kapitálem nových pracovníků za předpokladu rostoucí populace.

Indikátorem porušení tohoto pravidla je vysoká míra nezaměstnanosti mezi mladými lidmi, která se řeší odchodem mladých do zahraničí nebo tlakem na předčasný odchod „starých“ do důchodu. Tuto situaci dnes můžeme pozorovat v některých jižních státech Evropy. K tomuto problému stejnou měrou přispěla jak dlouhodobě nízká míra hrubých národních úspor v těchto zemích (Řecko a Portugalsko okolo 10 %, Španělsko a Itálie přibližně 20 %), tak i chybně (ne) zvolená alokace úspor do fyzického a znalostního kapitálu.

Pokud chceme najít konkrétní hodnotu míry hrubých národních úspor, kterou by měla ekonomika sledovat na základě odvozeného zlatého pravidla, narážíme na řadu problémů. Kapitálová zásoba, tj. klíčová veličina v těchto modelech, je jeden z nejméně kvalitních statistických údajů. Z toho pramení pro-

blémy se stanovením průměrné a mezní produktivity kapitálu i kapitálového koeficientu. Nejednoznačné je stanovení míry opotřebení (amortizace) kapitálu za celé národní hospodářství, kterou lze jen velice přibližně aproximovat agregovanou odpisovou sazbou. Proto jsou dosažené hodnoty pouze orientační a jejich použití má smysl jen v kontextu celkové makroekonomické analýzy.

„Zlaté pravidlo“ konkrétně zohledňuje výši kapitálového koeficientu (poměr kapitálové zásoby a výstupu), míru amortizace kapitálu, míru růstu populace a technologický rozvoj. Naše propočty respektující dosažitelné poznatky z odborné české literatury signalizují, že míra hrubých národních úspor by se v případě ČR měla pohybovat mezi 25 až 30 %.

VEDE POKLES SPOTŘEBY K RŮSTU MÍRY ÚSPOR?

Český termín úspory se používá ve dvojnásobném smyslu. Zprv ve smyslu anglického „savings“, což je toková veličina, kterou v národohospodářské statistice vyjádříme jako rozdíl mezi důchodem a spotřebou. Z druhé ve smyslu anglického „savings“, což je naopak stavová finanční veličina, která může mít například formu bankovního vkladu.

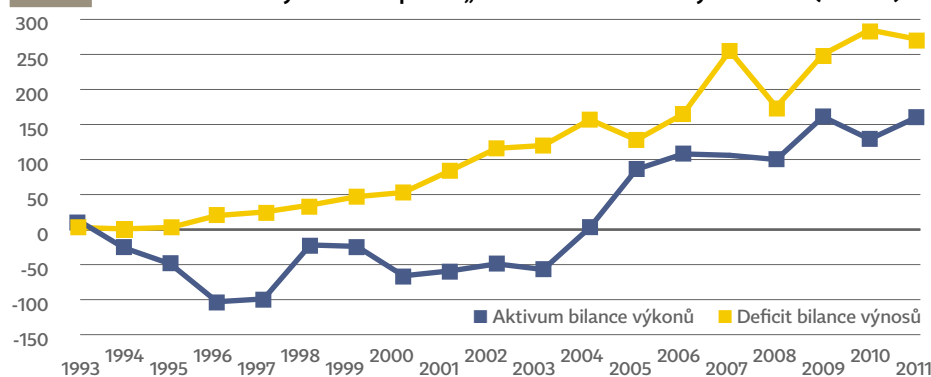
Tento dvojnásobný smysl termínu úspory musí být důsledně rozlišovat, pokud se zabýváme problematikou růstu úspor při poklesu spo-

Tab. 1. Ukazatele růstu a makroekonomické rovnováhy ve vybraných zemích v letech 2011–2012 (údaje v %)

| Země | Hospodářský růst – rok 2011 | Hospodářský růst – odhad pro rok 2012 | Míra nezaměstnanosti v roce 2012 | Míra inflace v roce 2012 | Saldo státního rozpočtu k HDP | Saldo běžného účtu k HDP |
|-----------|-----------------------------|---------------------------------------|----------------------------------|--------------------------|-------------------------------|--------------------------|
| ČR | 1,7 | -1,3 | 9,4 | 3,3 | -3,1 | -2,9 |
| Německo | 3,0 | 0,8 | 5,5 | 2,2 | -1,0 | 5,7 |
| Rakousko | 2,7 | 0,8 | 4,3 | 2,5 | -2,6 | 2,0 |
| Maďarsko | 1,6 | -1,2 | 10,9 | 5,7 | 4,3 | 1,4 |
| Polsko | 4,3 | 2,4 | 10,1 | 3,8 | -5,1 | -4,4 |
| Slovensko | 3,3 | 2,6 | 14,0 | 3,8 | -4,8 | 0,1 |

ZDROJ: EUROSTAT

Graf 1 Aktivum bilance výkonů neúspěšně „stíhá“ deficit bilance výnosů v ČR (mld. Kč)



ZDROJ: ČNB

► třeba domácností. Tento pokles v krátkém období sice znamená růst tokových úspor, ale pouze díky nárůstu neplánovaných zásob hotových výrobků podniků. Je zřejmé, že tento způsob růstu míry úspor není žádoucí a je jen dočasný.

Řešením je rychlá „reorientace“ výrobců na investice a export. Pokud by šlo například o neprodané obilí, lze jej exportovat nebo příští rok použít jako sadbu. Tato reorientace má však u řady výrobků a výrobců svá technická či jiná omezení.

Neoklasická ekonomická teorie předpokládá, že reorientace výrobců proběhne s podporou „měkkého“ měnového kurzu; že zvýšení tokových úspor (*saving*) automaticky znamená zvýšení nabídky vkladů (*savings*). Následný pokles úrokové míry by měl vést k potřebnému oslabení domácí měny na devizovém trhu. Problém nastává, je-li pokles spotřeby spojen s tzv. zadržováním hotovosti u domácností jako výsledek nedůvěry domácností v bankovní systém. Pak nejsou vytvořeny podmínky pro pokles domácích úrokových sazeb a oslabení kurzu domácí měny.

Tento možný negativní vývoj se však v našich podmínkách nepotvrdil. Domácnosti v letech 2009 a 2010 poprvé od roku 1997 snížily držbu oběživa o 11,7 mld. Kč. Ve stejném období pak zvýšily depozita v bankách o 176,3 mld. Kč. Takže domácnosti mají důvěru v domácí bankovní systém i v době světové hospodářské a finanční krize.

JAK PROBĚHNE OBNOVENÍ RŮSTU EKONOMIKY?

Fáze hospodářského růstu se tradičně vyznačuje zrychlujícím tempem růstu investičního a spotřebního úvěru, které nakonec

vede k předlužení řady firem i domácností. Během recese je důležité sledovat, zda při vyšší míře tokových úspor dochází k dostatečně rychlému splácení úvěrů. Vylepšení rozvahových (tj. stavových) ukazatelů je jediná cesta, která vede k obnovení úvěrové aktivity a k nastartování dlouhodobého hospodářského růstu.

Udržení stability bankovní soustavy se jeví jako hlavní role centrální banky v období dlouhodobě trvajících finanční krize.

Je jasné, že mnohaleté předlužování subjektů se nevyřeší během pár čtvrtletí a že delší stagnace ekonomiky při současném vylepšování stavových ukazatelů je současně úspěšné léčby. Na grafu 3 vidíme, že nefinanční firmy a domácnosti v období ekonomické recese a pomalého hospodářského růstu vylepšují svoji finanční pozici k bankovnímu sektoru, tj. zvyšují svoje depozita v bankách a snižují objem přijatých úvěrů.

Tyto procesy obnovování finanční stability probíhají současně s řadou ozdravných procesů v reálné ekonomice. Zastavení těch investic, které byly spojeny s chybnou alokací zdrojů, a snižování provozních nákladů ve firmách, které vede k poklesu výro-

by u dodavatelů, má sice za následek nižší HDP, těžko však můžeme říci, že jde o krok nesprávným směrem.

PODSTATA „PRORŮSTOVÉ“ POLITIKY

Uvažování řady ekonomů v období hospodářské a finanční krize nejde za rámec tokové analýzy, resp. za rámec uvažování o soukromé a vládní spotřebě. Pokud pozorují, že soukromá spotřeba neočekávaně poklesla, doporučují podpořit soukromou spotřebu nebo zvýšit vládní spotřebu. V některých případech je to dokonce i hlavní podstata „prorůstové“ politiky.

Tato hospodářská politika by mohla být i diskutovatelná, avšak při splnění jednoho základního předpokladu. Nesmí se jednat o ekonomiku, která trpí tzv. dvojím deficitem (*předchozí fáze ekonomického růstu nebyla spojena se schodkem státního rozpočtu a se záporným saldem běžného účtu platební bilance, které se současně kumulovaly v podobě nárůstu veřejného a zahraničního dluhu*).

Ekonomiky, které jsou postiženy problémem ve stavových veličinách, jako jsou veřejný a zahraniční dluh, nemají ve fázi hospodářské recese a poklesu domácí spotřeby žádné jednoduché keynesovské řešení. Jsou totiž „v klinici“ kritické úrovně stavových dluhových veličin, jejichž význam keynesovská ekonomie tradičně opomíjí.

ROLE CENTRÁLNÍ BANKY

Pozice centrální banky je asymetrická. Zatímco proti inflaci může razantně bojovat, při recesi je jejím úkolem stabilizovat ekonomiku a zabránit deflační pasti. Historie i současnost ukazují, že agresivní měnová

Tab. 2. Míra hrubých úspor domácností (v % HDP)

| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| ČR | 7,9 | 6,8 | 7,2 | 6,0 | 5,7 | 6,4 | 5,8 | 5,7 | 5,0 | 4,3 | 5,1 | 5,7 | 5,4 | 5,0 | 6,4 | 6,4 | 5,4 |
| Německo | 11,5 | 11,3 | 11,0 | 10,9 | 10,5 | 10,4 | 10,5 | 10,8 | 11,2 | 11,2 | 11,4 | 11,3 | 11,3 | 11,8 | 12,0 | 11,7 | 11,3 |
| Maďarsko | 12,6 | 11,9 | 11,0 | 10,4 | 8,2 | 7,2 | 7,3 | 6,4 | 4,9 | 6,2 | 6,9 | 7,2 | 4,9 | 4,6 | 5,9 | 4,7 | n.a. |
| Rakousko | 11,4 | 9,4 | 8,2 | 8,5 | 9,4 | 9,0 | 7,9 | 8,1 | 8,7 | 8,9 | 9,3 | 9,7 | 10,3 | 10,3 | 10,5 | 9,0 | 7,8 |
| Polsko | 12,1 | 10,0 | 10,0 | 10,2 | 8,9 | 8,6 | 10,3 | 7,5 | 7,3 | 5,5 | 5,5 | 5,6 | 4,5 | 1,3 | 5,7 | 5,2 | n.a. |
| Slovensko | 5,7 | 7,7 | 8,1 | 7,5 | 7,2 | 7,2 | 5,7 | 5,5 | 4,2 | 3,5 | 4,1 | 3,7 | 4,7 | 4,1 | 4,9 | 7,3 | 6,6 |

ZDROJ: EUROSTAT

Tab. 3. Míra hrubých národních úspor (v % HDP)

| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| ČR | 28,6 | 27,8 | 24,9 | 26,9 | 25,3 | 26,0 | 25,2 | 23,2 | 21,9 | 23,0 | 24,5 | 25,1 | 24,7 | 26,0 | 20,6 | 19,7 | 20,7 |
| Německo | 21,2 | 20,7 | 20,8 | 21,1 | 20,5 | 20,5 | 20,2 | 20,1 | 19,7 | 22,3 | 22,4 | 24,6 | 26,8 | 25,4 | 22,5 | 23,6 | 23,9 |
| Maďarsko | 18,9 | 20,4 | 21,2 | 21,3 | 18,5 | 19,3 | 19,7 | 17,9 | 15,3 | 16,4 | 16,4 | 16,6 | 15,0 | 16,6 | 17,8 | 19,4 | n.a. |
| Rakousko | 22,4 | 22,3 | 22,8 | 23,4 | 23,2 | 23,7 | 23,3 | 25,1 | 24,6 | 25,2 | 24,8 | 25,8 | 27,3 | 27,6 | 23,6 | 25,1 | 24,6 |
| Polsko | 20,1 | 19,8 | 20,1 | 21,2 | 20,2 | 19,5 | 18,4 | 16,5 | 17,0 | 14,8 | 17,0 | 17,0 | 18,4 | 18,3 | 17,3 | 17,2 | n.a. |
| Slovensko | 26,8 | 24,5 | 25,1 | 24,1 | 23,7 | 23,4 | 22,4 | 21,6 | 18,2 | 19,7 | 20,3 | 19,7 | 22,2 | 21,4 | 17,1 | 20,1 | 21,5 |

ZDROJ: EUROSTAT

politika v podobě „nafukování“ rozvah centrálních bank prostřednictvím politiky kvantitativního uvolňování nevede k trvalému obnovení hospodářského růstu.

Zároveň zde vznikají otázky ohledně ukončení (*exit*) této politiky, zejména v případě, kdy centrální banka v rámci operací na volném trhu nakupuje méně bonitní cenové papíry. Podle našeho názoru tato politika pouze přenáší problémy v prostoru a čase a neřeší hlavní strukturální problémy ve finanční i reálné ekonomice.

Centrální banka nemůže nahrazovat činnost soukromého kapitálu, případně sanační roli vlády a státního rozpočtu. Není náhodou, že ve vyspělých zemích (včetně ČR) mají centrální banky ze zákona zakázáno poskytovat likviditu nesolventním institucím.

V této souvislosti je nutné dodat, že v názorech na měnovou politiku v období finanční a hospodářské krize existuje značný rozpor mezi konzervativně a neokenesovsky uvažujícími ekonomy. Oba směry se shodnou v základní linii úrokové politiky centrální banky, neboť nízké úrokové sazby jsou nutnou podmínkou pro budoucí nastartování hospodářského růstu. Konzervativní měnová politika však odmítá netradiční postupy, jako jsou například záporné nominální úrokové sazby centrální banky nebo výše zmíněné masivní nakupování nebonitních cenových papírů.

Klíčovou roli hraje politika stabilizační, která souvisí zejména s bankovním dohledem, se zajišťováním přiměřené bankovní likvidity, verbálním informačním působením na trh a v případě nutnosti i aktivním vystupováním na devizovém trhu a působením na pohyb měnového kurzu.

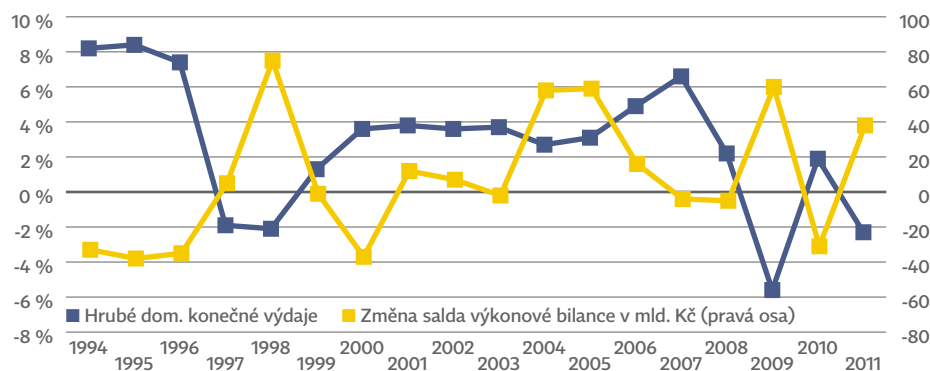
DEVIZOVÉ INTERVENCE JSOU MOŽNÝM ŘEŠENÍM

V měnové politice založené na cílování inflace, jakou realizuje i ČNB, je klíčové nedopustit, aby se inflace dlouhodobě odchýlovala od inflačního cíle. V období recese a možné hrozby podstřelení inflačního cíle, kdy centrální banka již snížila měnovou politickou úrokovou sazbu na „technickou nulu“, může v souladu s indexem měnových podmínek dále uvolňovat měnovou politiku prostřednictvím kurzového kanálu. Devizové intervence by se však neměly stát zdrojem volatility.

Centrální bankéři ve vyspělých zemích, kde je měnový kurz tržní veličinou, mají z intervencí velký respekt. Používají je zejména v případě ovlivnění nadměrné volatility na devizovém trhu za účelem stabilizace kurzu. Přistoupení k intervencím za účelem ovlivnění tržního trendu kurzu je vždy výjimečné a pouze dočasné, tj. do doby, než odezní hrozba podstřelení inflačního cíle a nastane čas zvyšování úrokových sazeb.

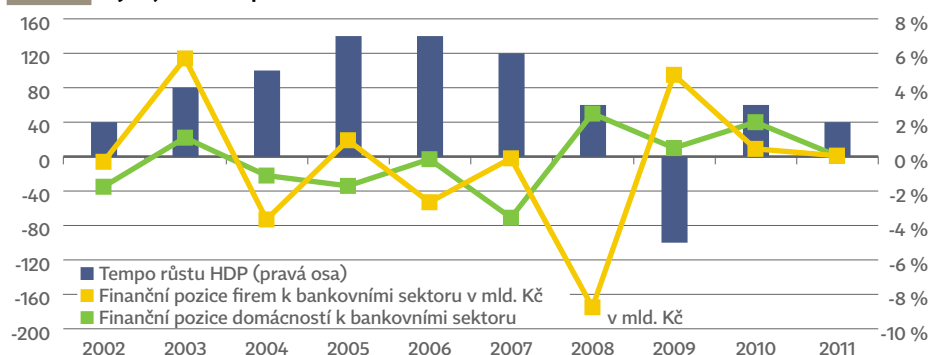
Přesto se domníváme, že devizové intervence jsou dnes pro ČNB možným řešením. V české ekonomice je navíc splněn jeden důležitý a často opomíjený předpo-

Graf 2 Vývoj domácí poptávky a meziroční změny salda bilance výkonů



ZDROJ: ČSÚ A ČNB

Graf 3 Vývoj finanční pozice nefinančních firem a domácností k bankovnímu sektoru



ZDROJ: ČSÚ A ČNB

klad úspěšné intervenční politiky. Domácí banky, podniky a domácnosti se nefinancují v zahraničí, resp. v cizí měně. Případné depreciační pohyby kurzu tak nebudou mít destabilizující finanční dopady, jako tomu bylo v případě zemí, jejichž subjekty byly ve výrazné krátké devizové pozici.

DALŠÍ FUNKCE CENTRÁLNÍ BANKY

Během dlouhodobé mezinárodní finanční krize však na významu centrální banky nabývá její další funkce (pokud jí je svěřena) – dohled nad finančním trhem s důrazem na udržení stability v domácím finančním sektoru. Obrat v očekávání ekonomických subjektů a návrat důvěry investorů lze zajistit pouze tak, že dohledové orgány nepřipustí problémy s likviditou a solventností finančních institucí. V rámci stresových scénářů se bankovní dohled snaží tyto problémy odhalit předem a včas řešit. Při hrozbě, že takový problém skutečně může nastat, dohled v centrální bance musí reagovat okamžitě s cílem nalézt řešení v podobě dosažení požadované úrovně kapitálu i likvidity.

Pro zachování finanční stability je proto nutné, aby byla vždy zajištěna rovnováha mezi pravomocemi s odpovědností dohledu hlavně v oblasti stanovování výše kapitálu a likvidity. To lze zajistit jen u subjektů založených a podnikajících v souladu s místní (českou) legislativou (*forma samostatných akciových společností*),

tj. u subjektů, u nichž je právo vyžadovat nejen dosažení požadované míry likvidity, ale i kapitálové přiměřenosti. Zajištění podmínek likvidity a kapitálové přiměřenosti bankovní sféry se stává základním předpokladem obnovení finanční rovnováhy v mikrosféře.

Udržení stability bankovní soustavy se tak jeví jako hlavní role centrální banky v období dlouhodobě trvající finanční krize. ●

Článek byl podpořen projektem VŠE v Praze IGA F1/2/2012. Názory vyjádřené v tomto článku jsou názory autorů a nemusí nutně odrážet názory dalších členů bankovní rady ČNB či pozici VŠE v Praze.

Vladimír Tomšík, viceguvernér ČNB, vystudoval VŠE v Praze a FSV UK Praha. V roce 2009 byl na návrh VŠE jmenován profesorem pro obor finance. Pracoval mimo jiné jako analytik v týmu hlavního ekonoma Komerční banky, poté jako hlavní ekonom NEWTON Holding. od roku 2005 působil ve světovém obchodním institutu ve Švýcarsku. Členem bankovní rady ČNB byl jmenován 1. prosince 2006.

Martin Mandel vystudoval obor finance na VŠE Praha. V letech 1993 až 1998 působil jako poradce viceguvernéra ČNB. V roce 2004 byl jmenován profesorem pro obor finance. Na VŠE zastával funkci vedoucího katedry měnové teorie a politiky a přednáší kurzy monetární ekonomie a mezinárodních financí.