

Univerzita Palackého v Olomouci

Právnická fakulta

Bc. Pavel Juráš

Působení ECB v době dluhové krize

**(Analýza vybraných nekonvenčních opatření z hlediska souladu
s primárním právem EU)**

Diplomová práce

Olomouc 2015

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma *Působení ECB v době dluhové krize (Analýza vybraných nekonvenčních opatření z hlediska souladu s primárním právem EU)* vypracoval samostatně a citoval jsem všechny použité zdroje.

V Olomouci dne 31. 3. 2015

Poděkování

Velmi rád bych poděkoval JUDr. PhDr. Zbiralovi, Ph.D. za jeho odbornou pomoc při vypracování diplomové práce. Dále bych chtěl taktéž velmi poděkovat své rodině a přítelkyni Terezce za jejich neutuchající podporu.

Obsah

1	ÚVOD	6
1.1	Cíle práce a výzkumná otázka.....	8
1.2	Struktura práce.....	11
1.3	Dosavadní stav zpracování.....	12
2	TEORETICKO-METODOLOGICKÝ RÁMEC	15
2.1	Centrální bankovníctví.....	15
2.1.1	Měnová politika.....	15
2.1.2	Nezávislost centrální banky	18
2.2	Metody sběru a analýzy dat.....	21
2.3	Limity výzkumu	21
3	CENTRÁLNÍ BANKOVNICTVÍ V HMU	23
3.1	Právní, institucionální a organizační aspekty	23
3.2	Základní aspekty a nástroje měnové politiky ECB.....	27
3.3	Nezávislost ECB.....	30
4	PŮSOBENÍ ECB V DOBĚ DLUHOVÉ KRIZE EUROZÓNY	33
4.1	Nekonvenční měnová politika ECB v podobě nákupů vládních dluhopisů.....	33
4.1.1	Program pro trhy s cennými papíry (SMP).....	35
4.1.2	Přímé měnové transakce (OMTs).....	40
5	ZHODNOCENÍ A INTERPRETACE NEKONVENČNÍ MĚNOVÉ POLITIKY ECB .	46
5.1	Článek 123 SFEU	46
5.2	Článek 127 SFEU	51
5.3	Článek 130 SFEU	55
6	ZÁVĚR	58
7	ZDROJE.....	60
7.1	Právní předpisy	60
7.2	Judikatura	60
7.3	Primární zdroje	60
7.4	Sekundární zdroje	61
8	SEZNAM PŘÍLOH.....	68

Seznam použitých zkratk

ABSPP - Program nákupu cenných papírů krytých aktivy

BVerfG – Spolkový ústavní soud

CBPP - Program nákupu krytých dluhopisů

ECB - Evropská centrální banka

ECSP - Program posílené úvěrové podpory

EFSF - Evropský nástroj finanční stability

EMU - Evropská měnová unie

EP - Evropský parlament

ERM II - Mechanismus směnných kurzů

ES - Evropské společenství

ESCB - Evropský systém centrálních bank

ESM - Evropský stabilizační mechanismus

EU - Evropská unie

FED - Federální rezervní systém

FTOs - Operace jemného doladění

HDP - Hrubý domácí produkt

HICP - Harmonizovaný index spotřebitelských cen

HMU - Hospodářská a měnová unie

LTRO - Dlouhodobější refinanční operace

MMF - Mezinárodní měnový fond

MPOs - Hlavní refinanční operace

OMTs - Přímé měnové transakce

SD EU - Soudní dvůr Evropské unie

SMP - Program pro trh s cennými papíry

SEU - Smlouva o Evropské unii

SFEU - Smlouva o fungování Evropské unie

SOs - Strukturální operace

TLTROs - Cílené dlouhodobější refinanční operace

VB - Velká Británie

1 ÚVOD

Evropské integrační uskupení, v současnosti známé jako Evropská unie, tvoří nejpropracovanější a nejrozvinutější pokus o politické, ekonomické a společenské sblížení, který byl kdy v celosvětovém měřítku vykonán. Současná podoba je výsledkem více než 60 let trvajících snah, jejichž základem bylo překonání národních antagonismů.

Za jeden z klíčových mezníků evropské integrace lze bezpochyby označit zavedení jednotné evropské měny, která je rovněž symbolem evropské jednoty a identity. Od počátku roku 1999 tak zúčastněné státy již nedisponovaly národní měnovou suverenitou, jelikož ta byla přenesena na nově vzniklou nadnárodní měnovou autoritu – Evropskou centrální banku¹, která se stala strážcem nové měny – eura. V EU tak byla vytvořena měnová unie, v jejímž rámci funguje jednotná měna, a ECB, která v tomto prostoru provádí nezávislou měnovou politiku².

Měnová unie však představuje pouze část zamýšleného cíle, jelikož Maastrichtská smlouva³, která byla představiteli členských států podepsána v únoru 1992, si kladla za cíl rovněž vytvoření hospodářské unie. Hospodářská unie nicméně stále není dostatečně rozvinuta⁴, avšak v důsledku krize a potýkání se s hospodářskými problémy dochází k prohlubování koordinace hospodářských politik členských států. Tento stav má však zásadní důsledky pro fungování systému jako celku i jeho jednotlivých rovin.

Samotná ECB plní jednu ze zásadních rolí v procesu evropské integrace a její význam vzrůstá zejména v posledních letech, a to především v důsledku globální finanční, hospodářské a následné dluhové krize v eurozóně. Banka tak zastává eminentní roli při řešení situace nejen v sektoru komerčního bankovníctví, ale i celkově v oblasti hospodářství⁵.

Tématem této diplomové práce je analýza působení ECB v souvislosti s prováděním nekonvenční⁶ měnové politiky v době dluhové krize a jejího souladu s primárním právem EU.

¹ Evropská centrální banka byla slavnostně otevřena 30. června 1998 se sídlem ve Frankfurtu nad Mohanem. Právě v této době *de facto* zahájila svou činnost, nicméně *de iure* vznikla až 1. ledna 1999 se vznikem eura.

² V právním smyslu lze tak měnovou unii vymezit těmito pojmovými znaky: jednotná měna, jednotná centrální banka a jednotná měnová politika. Srov. TOMÁŠEK, Michal. *Evropské měnové právo*. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007, s. 7.

³ Neoficiální název původní verze Smlouvy o EU a Smlouvy o ES.

⁴ Členské země tak prozatím přichází pouze o jeden ze dvou klíčových makroekonomických (stabilizačních) nástrojů.

⁵ ECB je také součástí uskupení označovaného jako tzv. Trojka (Komise, ECB a MMF). Jedná se o mezinárodní věřitele, jejichž zástupci dohlíží na provádění reforem a rovněž vydávají politická doporučení k řešení dluhové krize.

⁶ Dle terminologie ECB se jedná o nestandardní měnovou politiku. Nekonvenční měnová politika viz např. BINI SMAGHI, Lorenzo. *Keynote lecture by Mr Lorenzo Bini Smaghi, Member of the Executive Board of the European Central Bank, at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, 28*

Z časového hlediska se tak práce zaměřuje na období od propuknutí dluhové krize na přelomu let 2009 a 2010, kdy začaly mít některé státy EMU problémy s financováním svých dluhů, až do konce roku 2014. Práce však redukuje své zaměření výhradně na tzv. tržní opatření (*market-based measures*)⁷, a to konkrétně nekonvenční měnově-politická opatření v podobě programů pro nákup dluhopisů členských zemí eurozóny (SMP a OMTs), ke kterým ECB v důsledku dluhové krize⁸ přistoupila a která vzbudila rozporuplné reakce. Autor na tomto místě rezignuje na zkoumání role ECB v rámci záchranných mechanismů či aspektů ostatních nekonvenčních opatření, ke kterým ECB přistoupila po nástupu finanční a hospodářské krize, resp. v průběhu dluhové krize. Důvody omezeného zaměření výzkumu spočívají jednak v limitovaném rozsahu práce a rovněž komplexnosti fenoménu zkoumaných měnově-politických nástrojů ECB z hlediska jejich souladu s primárním právem EU⁹. Pro úplnost je nutno dodat, že záměr celého výzkumu předurčilo i to, že daná nekonvenční opatření měnové politiky mají zásadní relevanci pro další integraci EU.

Práce tak představuje právně-politologický pohled s nezbytnými ekonomickými prvky, který se zaměří na vybrané aktivity ECB v krizovém období, kdy banka byla nucena opustit svou tradiční roli, což vyvolalo pochybnosti o právní způsobilosti učiněných kroků. Dle některých názorů ECB svými opatřeními překračuje hranice měnové politiky a řeší problémy politiky fiskální. To jednak zpochybňuje její nezávislost, ale také porušuje primární právo. Práce tak chce přispět k debatě, jestli došlo k narušení mandátu ECB. Z hlediska evropských studií se dle názoru autora jedná o velmi podnětný příspěvek k diskusi o pozici a roli ECB v rámci politického systému EU. Autor tedy považuje za důležité se daným tématem zabývat a přinášet odpovědi na otázky, které souvisí s krizovým obdobím, kterým EU prošla, resp. prochází.

April 2009c [online]. Bank for International Settlement, 2009. [cit. 2015-03-30]. Dostupné z: <<http://www.bis.org/review/r090429e.pdf>>

⁷ Krizové, resp. nekonvenční intervence lze dělit na tržní opatření (*market-based*), která zahrnují cílené nákupy aktiv, a bankovní opatření (*bank-based*), která využívají bankovní refinanční operace (např. LTROs). Tržní opatření probíhají na soukromých či dluhopisových trzích, přičemž tímto způsobem lze ovlivňovat cenu aktiv a výši dlouhodobých úrokových sazeb, což usnadňuje podmínky financování. Viz GABOR, Daniela. The Power of Collateral: The ECB and Bank Funding Strategies in Crisis. *SSRN Electronic Journal* [online]. ssrn.com, 18. května 2012. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2062315>

Ačkoliv i LTROs měly významný efekt na výnosy státních dluhopisů, tak se jedná o nekonvenční bankovní opatření, které rozsah práce nedovoluje probrat.

⁸ V případě dluhové krize se prakticky jedná o druhou fázi globální recese, přičemž právě tato fáze má specifické charakteristiky pro země eurozóny a vyžaduje řadu činností nejen ECB, ale také dalších institucí EU. Pravdou je, že do roku 2010 nepředstavovalo rozpětí úrokových sazeb u vládních dluhopisů všech členských zemí eurozóny problém.

⁹ Práce se tak zaměří především na působení této instituce v souvislosti s prováděnou měnovou politikou v krizovém období, nicméně budou zmíněny i hospodářské souvislosti, jelikož implikace pro hospodářskou oblast nelze pominout, což samozřejmě platí recipročně.

1.1 Cíle práce a výzkumná otázka

Prostřednictvím empiricko-analytického přístupu¹⁰ tato práce nejprve představí právní rámec ECB¹¹ a vybraná nekonvenční opatření, ke kterým banka přistoupila při řešení dopadů dluhové krize a eliminaci jejich důsledků, přičemž následně provede analýzu těchto opatření a posoudí jejich soulad s primárním právem EU, resp. Statutem ESCB a ECB (dále jen Statut), který tvoří integrální součást primárního práva¹². Hlavní cíl práce spočívá v interpretaci a zhodnocení kontroverzních opatření ECB v souvislosti s právním vymezením mandátu této instituce. Vedlejší cíl spočívá v poukázání na problémové aspekty těchto opatření z hlediska teoretických východisek a jejich provázání s realitou dluhové krize.

Z hlediska metody sběru dat bude pro naplnění hlavního cíle využito analýzy dokumentů. Jako metoda analýzy dat byla pro účely práce zvolena případová studie, která zmapuje vybrané nekonvenční aktivity ECB a analyzuje právní důsledky těchto aktivit v rámci evropské *polity*.

Výzkumná otázka zní:

„Znamenalo přijetí opatření pro nákup vládních dluhopisů Evropskou centrální bankou porušení vybraných ustanovení primárního práva EU, resp. Statutu ESCB a ECB?“

Smysl této výzkumné otázky spočívá ve zjištění, jestli nedošlo k porušení mandátu ECB, jelikož ta se v průběhu dluhové krize musela vypořádat se dvěma zásadními úkoly, když byla konfrontována jednak s dosahováním svého hlavního cíle, kterým je udržení cenové stability, a rovněž se zásadním úkolem v podobě zachování společné měny. Oba tyto úkoly souvisí se značným aktivismem ECB v tomto období a tvoří tak jádro předkládané práce. K posouzení těchto aktivit bude instrumentálně nápomocna teoretická část, která představí základní aspekty měnové politiky a nezávislosti centrálních bank. Teoretická část slouží

¹⁰ Empiricko-analytický přístup byl zvolen z toho důvodu, že je založen na neutrálním postoji vůči zkoumanému předmětu, přičemž zdůrazňuje odbornou kritiku, prověřování a objektivizování poznatků. Preferuje tak výroky neovlivněné apriorními soudy. Tento přístup požaduje co nejpřesnější uvedení využitých faktů, aby tak mohly být v budoucnosti prověřeny, resp. vyvráceny. ŘÍCHOVÁ, Blanka. *Přehled moderních politologických teorií: [empiricko-analytický přístup v soudobé politické vědě]*. Vyd. 2. Praha: Portál, 2000, s. 21.

¹¹ Opatření, přijatá Radou guvernérů, jsou v této práci za účelem zjednodušení označována jako opatření ECB, avšak ve skutečnosti jsou implementována Eurosystémem jako celkem.

¹² Viz čl. 51 SEU

především k lepšímu pochopení vymezení mandátu ECB a má za cíl znázornit a objasnit, proč jsou zkoumaná nekonvenční opatření dle některých názorů problematická.

K naplnění hlavního cíle práce a zodpovězení výzkumné otázky bude provedena analýza vybraných opatření a rovněž problematických ustanovení Smluv, konkrétně čl. 123 SFEU, čl. 127 SFEU a čl. 130 SFEU. Výsledná odpověď spočívá v poukázání, zda-li učiněné kroky ECB, nahlížené perspektivou výše uvedených článků, znamenaly porušení primárního práva. Z právního hlediska je tedy nutno zhodnotit, jedná-li se v případě odkupu dluhopisů¹³ ECB o financování dluhů problémových států a zda tento nástroj pomáhá při naplňování jejího hlavního cíle, resp. jedná-li se stále ještě o nástroj měnové politiky či již jde o politický nástroj, který zpochybňuje nezávislost ECB.

Konkrétně v případě článku 123 odst. 1 SFEU představuje hlavní problematický aspekt rozhodnutí o odkupu dluhopisů problémových zemí eurozóny a případném financování dluhů vlád těchto zemí. Problematický je tedy samotný mandát ECB k uskutečnění tohoto kroku a explicitní vyjádření zákazu přímého nákupu dluhopisů daných zemí. Navíc v rámci tohoto článku je obsažena implicitní reference odkazující k riziku monetizace dluhu, která vede k růstu inflace.¹⁴ Problematika financování dluhů vlád nákupem jejich dluhových nástrojů navíc nedílně souvisí i s článkem 127 odst. 1 SFEU, jelikož primárním cílem ECB je udržovat cenovou stabilitu, tudíž je otázkou, zda-li ECB nesledovala primárně jiný cíl v podobě zachování společné měny a neohrozila tak dosahování cenové stability. Navíc v případě čl. 127 odst. 2 SFEU, který uvádí základní úkoly ECB, mezi které patří především vymezení a provádění měnové politiky EU, může představovat problém to, že kroky ECB mohou znamenat ingerenci do oblasti fiskální politiky, na což ECB nemá pravomoc. V úvahu rovněž připadá i ustanovení čl. 127 odst. 5 SFEU, který se zabývá rolí ECB při dosahování finanční stability. Je zde patrné i propojení výše zmíněných článků s čl. 130 SFEU, jelikož jak bude v teoretické části textu poukázáno, tak centrální banky získaly svou nezávislost především z toho důvodu, aby se nestaly nástrojem fiskální politiky, který slouží k sanaci vládních dluhů. Nákup vládních dluhopisů problémových zemí tak navíc odráží i míru politické nezávislosti banky, proto se v případě článku 130 SFEU jedná o posouzení, zda-li ECB zůstala v době dluhové krize plně nezávislou institucí, jak to pro ni vyplývá z

¹³ „Dluhopisy jsou dluhové cenné papíry vydané firmami a vládami s jistou splatností a explicitní kuponovou mírou, která může být indexována, resp. vázána na vývoj jiných ekonomických veličin, a tudíž variabilní.“ BALDWIN, Richard E, WYPLOSZ, Charles. *Ekonomie evropské integrace*. 4. vyd. Praha: Grada, 2013, s. 513.

¹⁴ PERONI, Giulio. The Crisis of the Euro and the New Role of the European Central Bank. In: WITTE, Bruno de, HÉRITIER, Adrienne, TRECHSEL, Alexander H. (eds). *The Euro Crisis and the State of European Democracy*. San Domenico: European University Institute, 2012, s. 190.

primárního práva EU, a nedošlo-li k nepřijatelnému ovlivňování ze strany členských států eurozóny.

Z hlediska konkretizace a konceptualizace znamenají pojmy uvedené ve výzkumné otázce následující:

- Mezi opatření pro nákup vládních dluhopisů patří již zmíněné SMP a OMTs. Oficiální důvod zavedení těchto programů spočíval v nedostatečné transmisi měnově-politických signálů do reálné ekonomiky.
- Porušením primárního práva EU, resp. Statutu, je myšleno překročení mandátu, resp. nedodržení níže uvedených ustanovení¹⁵, na základě přijetí vybraných opatření:
 - Článek 123, odst. 1 SFEU, který stanoví zákaz měnového financování: *„Evropské centrální bance nebo centrálním bankám členských států (dále jen „národní centrální banky“) se zakazuje poskytovat možnost přečerpání zůstatku bankovních účtů nebo jakýkoli jiný typ úvěru orgánům, institucím nebo jiným subjektům Unie, ústředním vládám, regionálním nebo místním orgánům nebo jiným veřejnoprávním orgánům, jiným veřejnoprávním subjektům nebo veřejným podnikům členských států; rovněž je zakázán přímý nákup jejich dluhových nástrojů Evropskou centrální bankou nebo národními centrálními bankami.“*¹⁶
 - Článek 127, odst. 1 SFEU uvádí: *„Prvořadým cílem Evropského systému centrálních bank (dále jen „ESCB“) je udržovat cenovou stabilitu. Aniž je dotčen cíl cenové stability, podporuje ESCB obecné hospodářské politiky v Unii se záměrem přispět k dosažení cílů Unie, jak jsou vymezeny v článku 3 Smlouvy o Evropské unii. ESCB jedná ve shodě se zásadami stanovenými v*

¹⁵ K prozkoumání se nabízí ještě čl. 125 SFEU, odst. 1 SFEU, avšak jeho nereflexivní vzhled vychází z rozsudku ze dne 27. listopadu 2012 ve věci C-370/12 *Thomas Pringle v Ireland*, ve kterém SD EU v bodě 132 uvádí, že *„článek 123 SFEU, který zakazuje ECB a centrálním bankám členských států „poskytovat možnost přečerpání zůstatku bankovních účtů nebo jakýkoli jiný typ úvěru“, je formulován striktněji než klauzule „no bail-out“ obsažená v článku 125 SFEU...“* V případě ECB tak práce vychází ze zásady *lex specialis derogat legi generali* a je zkoumán pouze čl. 123 SFEU.

¹⁶ Toto znění čl. 123, odst. 1 SFEU odráží čl. 21 Statutu.

*článku 119 a v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství s volnou soutěží, čímž podporuje efektivní umístování zdrojů.*¹⁷

- Článek 127, odst. 2 SFEU uvádí: *„ESCB plní tyto základní úkoly: vymezuje a provádí měnovou politiku Unie, provádí devizové operace v souladu s článkem 219, drží a spravuje oficiální devizové rezervy členských států, podporuje plynulé fungování platebních systémů.“*
- Článek 127 odst. 5 SFEU uvádí: *„ESCB přispívá k řádnému provádění opatření, která přijímají příslušné orgány v oblasti dohledu nad úvěrovými institucemi a stability finančního systému.“*
- Článek 130 SFEU uvádí: *„Při výkonu pravomocí a plnění úkolů a povinností svěřených jim Smlouvami a statutem ESCB a ECB nesmějí Evropská centrální banka, žádná národní centrální banka ani žádný člen jejich rozhodovacích orgánů vyžadovat ani přijímat pokyny od orgánů, institucí nebo jiných subjektů Unie, od žádné vlády členského státu ani od jakéhokoli jiného subjektu. Orgány, instituce nebo jiné subjekty Unie a vlády členských států se zavazují zachovávat tuto zásadu a nesnažit se ovlivňovat členy rozhodovacích orgánů Evropské centrální banky či národních centrálních bank při plnění jejich úkolů.“*¹⁸

1.2 Struktura práce

V rámci práce bude nejprve představen teoreticko-metodologický rámec, který uvede základní charakteristiky měnové politiky, jejich cílů a nástrojů centrální banky, přičemž bude poukázáno i na zásadní aspekt v podobě její nezávislosti. Tyto informace budou relevantní pro další průběh práce. Následuje metodologická část, která blíže představí využití metody sběru a analýzy dat. Na závěr této kapitoly budou stručně zmíněny limity předkládaného výzkumu.

Další kapitola s názvem *Centrální bankovníctví v HMU* nejprve představí právní, institucionální a organizační zakotvení ECB a ESCB, přičemž objasní základní principy fungování ECB, její pravomoci a mandát z hlediska primárního práva. Následuje představení

¹⁷ Toto znění čl. 127, odst. 1 SFEU odráží čl. 2 Statutu.

¹⁸ Toto znění čl. 130 SFEU odráží čl. 282, odst. 3 SFEU a čl. 7 Statutu.

základních principů provádění měnové politiky a nástrojů, kterými banka disponuje. V této části budou rovněž představeny jednotlivé druhy nezávislosti ECB. Tato kapitola tak naváže na teoretickou část a poukáže na souvislosti v nastavení fungování ECB.

Náplní následující empirické kapitoly s názvem *Působení ECB v době dluhové krize* je zejména představení kritizovaných opatření ECB a s nimi související vývoj dění a jejich dopady.

Poslední analytická kapitola zhodnotí a interpretuje přijatá opatření z hlediska jejich souladu s primárním právem. Bude se tedy jednat o rozbor výše uvedené právní úpravy v souvislosti s problematikou odkupu vládních dluhopisů, přičemž tato část bude usilovat o odpověď na stanovenou výzkumnou otázku. Částečně bude také poukázáno na provázání kroků s teoretickými východisky.

1.3 Dosavadní stav zpracování

Měnovou politikou ECB v krizovém období se zabývá řada autorů, pochopitelně především z řad ekonomů. Nicméně problematika odkupu vládních dluhopisů problémových zemí představuje velmi kontroverzní otázku nejen mezi ekonomy. Tato oblast přitahuje pozornost právníků a v menší míře i politologů, kteří se rovněž zabývají mandátem ECB a legalitou daných opatření. Téma má tak ekonomické, právní i politické implikace.

V rámci literatury pak proti sobě obvykle stojí dva proudy, přičemž odpůrci kroků ECB uvádí, že banka svými kroky porušuje principy, na kterých stojí. Dle jejich názoru dochází na přílišné propojení měnové a fiskální politiky, což vede k monetizaci dluhu a ECB tak řeší problémy politiky fiskální a nikoliv měnové. Tyto kroky dle mnohých mohou vést k monetizaci dluhů, růstu inflace a také k morálnímu hazardu. Tím ECB zašla daleko za rámec svých úkolů, když přímo zasahuje do fiskálních a hospodářských politik v zachraňovaných zemích a stává se tak klíčovým hráčem v politice fiskální konsolidace. Takové propojení však ohrožuje či zpochybňuje samotnou nezávislost ECB a navíc překračuje mandát, kterým ECB disponuje dle primárního práva. Tímto mandátem je zejména myšleno sledování cenové stability, což souvisí rovněž s monetaristickým pojetím cenové stability jako primárního cíle, kvůli jehož dodržování centrální banky obdržely svoji nezávislost.

Do skupiny těchto autorů patří například dřívější člen Výkonné rady ECB J. Stark (2012). Jeho námitky spočívají ve třech bodech, kterými jsou legalita opatření, morální hazard a nezávislost ECB. Mezi kritiky dále patří ekonom D. Marsh (2012), který uvádí, že ECB překročila Rubikon, když začala představovat nejvýznamnější zdroj likvidity pro problémové

státy a jejich banky, přičemž rovněž pozbyla svůj statut nezávislé instituce, jež byla pověřena výhradně udržováním stability měny. Samotné rozšíření její působnosti postrádalo právní základ a svými kroky se mnohdy zpolitizovala, když začala zasahovat do fiskálních záležitostí problémových států eurozóny. Mezi další patří ekonomové R. Baldwin a Ch. Wyplosz (2013), kteří zmiňují, že ustanovení o zákazu přímého financování byla jednoduše ignorována a ECB vstoupila legálně i operačně do „země nikoho“, přičemž však na druhou stranu uznávají roli ECB v dluhové krizi, jelikož jako jediná mohla stabilizovat trh vládních dluhopisů. Dále například profesor obchodního práva Ch. Hofmann (2013) zpochybňuje kroky ECB a jejich soulad s primárním právem, přičemž se zaměřuje především na zákaz měnového financování a plnění primárního cíle ECB. Z dalších autorů lze jmenovat právníka E. Duncana (2013), který uvádí, že ECB má nejlepší podmínky k tomu, aby řešila krizi, nicméně ji svazují právní překážky ve Smlouvách. To však dle jeho názoru nezabránilo ECB, aby přijala opatření, která tyto překážky ignorovala. Z toho důvodu by měly členské státy eurozóny změnit znění Smluv, aby ECB v případě krize mohla z právního hlediska bezproblémově nakupovat vládní dluhopisy.

Na opačné straně názorové barikády stojí autoři, kteří zastávají názor, že ECB svými kroky neporušila své pravomoci. Jedná se například o ekonoma P. Grauweho (2012; 2013), který zastává názor, že vládní dluhopisy jsou tržní instrumenty, jejichž nákup a prodej Smlouvy nezakazují. Z dalších autorů se jedná o politického ekonoma S. Collignona (2012), který uvádí, že ECB stabilizovala finanční trhy v eurozóně prostřednictvím nákupu vládních dluhopisů, přičemž nedošlo k porušení mandátu ECB, jelikož transakce byly plně sterilizovány. Nicméně dále uvádí, že rizikové cenné papíry mohou v budoucnu ohrozit schopnost ECB poskytovat úvěry. Rovněž právník G. Peroni (2012) hájí kroky ECB a zmiňuje, že se v případě dluhové krize jednalo o výjimečné okolnosti, kdy ECB byla nucena v zájmu EU jednat a eliminovat negativní efekty pro stabilitu eurozóny. Z toho důvodu jsou kroky ECB v souladu s obecnými cíli EU. Mezi autory zastávající názor, že ECB jednala v případě SMP v rámci svých pravomocí, patří profesor obchodního práva P. Sester, který však jedním dechem dodává, že jeho názor vychází z „agresivní“ interpretace SFEU a Statutu. Nicméně dále uvádí, že toto rozhodnutí ECB plně vycházelo z její nezávislosti. Problematikou SMP se rovněž zabýval právník L. Helm (2012), který dospěl k názoru, že ačkoliv ECB neporušila ustanovení Smluv, tak nicméně zřetelně zpochybnila vlastní nezávislost. V případě OMTs se jejich právní stránkou zabývá např. právník T. Petch (2013), který dochází k názoru, že ECB přijetím OMTs neporušila své pravomoci či nedošlo k porušení principu proporcionality. Zároveň však upozorňuje na riziko možných budoucích

ztrát. Jako posledního lze uvést právníka a ekonoma A. Steinbach (2014), zastává názor, že nákupy vládních dluhopisů v podobě OMTs představují nejkontroverznější a nejúčinnější nástroj v boji proti krizi, v rámci něhož však ECB dodržela svůj mandát. Navíc podmíněnost využití OMTs nezpochybnila nezávislost ECB.

Někteří ekonomové dále uvádí, že by ECB při záchraně problémových zemí eurozóny měla plnit roli věřitele poslední instance pro vlády problémových zemí, resp. že se jí už stala. Jedná se např. o Grauwe (2012; 2013) či Buiters a Rahbari (2012). Tito autoři jsou dokonce pro větší zapojení ECB při řešení krize.

2 TEORETICKO-METODOLOGICKÝ RÁMEC

2.1 Centrální bankovníctví

Centrální banka je veřejnou institucí, která vykonává řadu činností, resp. funkcí. Odborná literatura uvádí konkrétně tyto funkce centrální banky: emisní činnost, měnová politika, devizová činnost, regulace a dohled bank, banku bank a banku státu (vlády).¹⁹ V rámci této kapitoly však bude představena pouze základní charakteristika měnové politiky, která představuje nejzásadnější činnost centrálních bank ve vyspělých tržních ekonomikách. Poukázáno bude i na aspekty nezávislosti centrální banky, jelikož ta v současnosti nedílně souvisí s prováděním měnové politiky centrální bankou.²⁰ Tyto dvě hlediska představují determinanty s výraznými implikace pro praktickou část předkládané práce.

2.1.1 Měnová politika²¹

Měnovou politiku lze charakterizovat jako „*system procesů, v rámci nichž se centrální banka snaží s využitím svých nástrojů o dosažení předem definovaných cílů.*“²² Detailnější definice měnovou politiku vymezuje jako proces „*jehož náplní je uspořádaný a koordinovaný souhrn pravidel, zásad a opatření vyhlášených centrální bankou pro provádění operací platebních, zúčtovacích, depozitních, úvěrových, devizových a dalších peněžních činností bankovních i nebankovních hospodářských subjektů.*“²³

Měnová politika však sama o sobě představuje pouze prostředek, který však ve spojení s konkrétní hospodářskou politikou působí na hospodářskou realitu a může tak významně napomoci úspěchu v ekonomické oblasti. V souvislosti s výkonem hospodářské politiky²⁴ představuje stěžejní pilíř hospodářské politiky politika fiskální, přičemž právě opatření fiskální politiky, zabývající se veřejnými výdaji a výší a způsobem zdanění, mají

¹⁹ Viz např. REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011(a), 558 s.; LANDOROVÁ, Anděla a kol. *Centrální bankovníctví*. Vyd. 2., přeprac. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2007, 171 s.; POLOUČEK, Stanislav a kol. *Bankovníctví*. Vyd. 1. Praha: C.H. Beck, 2006, 716 s.

²⁰ Srov. REVENDA(a): *Centrální bankovníctví*, s. 82.

²¹ Samotnou centrální banku lze z hlediska funkce vrcholného subjektu měnové politiky chápat dvojitým způsobem. Může pouze provádět měnovou politiku a nerozhodovat (alespoň ne samotná) o jejím charakteru a hlavních cílech, či v druhém případě o měnové politice rozhoduje v zákonném rámci. Viz REVENDA, Zbyněk. 2012. *Centrální bankovníctví*. In REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012(b), s. 215.

²² POLOUČEK et al.: *Bankovníctví*, s. 77.

²³ LANDOROVÁ et al.: *Centrální bankovníctví*, s. 26.

²⁴ V oblasti hospodářské politiky disponují státy celou řadou nástrojů, prostřednictvím nichž mohou ovlivňovat a usměrňovat svou ekonomickou aktivitu. Tyto nástroje nemusí nutně souviset pouze s vládním obstaráváním příjmů, tedy výběrem daní.

v součinnosti s měnovou politikou za cíl hospodářský růst při nízké nezaměstnanosti a stabilních cenách.²⁵

V současnosti představuje dominující cíl měnové politiky cenová stabilita²⁶, která je předpokladem měnové stability²⁷, již „je dosahováno za situace, kdy „skutečné“ množství peněz v oběhu se rovná „ekonomicky potřebnému“ množství peněz.“²⁸ Zjednodušeně se tedy jedná o rovnost nabídky a poptávky po penězích v ekonomice. Taková situace se označuje jako měnová rovnováha, přičemž podmínky pro měnovou stabilitu mohou být vytvořeny pouze za situace, kdy dochází k jejímu dosahování.²⁹ Mezi cíle měnové politiky mohou dále patřit: podpora ekonomického růstu,³⁰ podpora zaměstnanosti, stabilita měnového kurzu domácí měny, stabilizace dlouhodobých úrokových sazeb, stabilita finančního systému, resp. trhů. Při dosahování těchto cílů se zejména v krátkodobém horizontu mohou tyto cíle dostávat do vzájemných rozporů, jelikož jejich dosažení může vyžadovat protikladná řešení. Následně tedy dochází k preferenci určitého cíle či cílů na úkor jiných.³¹ Měnovou politikou lze z dlouhodobého hlediska ovlivňovat pouze nominální veličiny, mezi které patří inflace či nominální měnový kurz. Na druhou stranu však může měnová politika z krátkodobého hlediska ovlivňovat reálné veličiny jako ekonomický růst, zaměstnanost, spotřebu apod.³²

Kromě konečných cílů však existují také operační cíle a zprostředkující cíle měnové politiky. Operačních cílů centrální banka dosahuje prostřednictvím nástrojů měnové politiky, které budou představeny níže. Přes operační cíle, kterými jsou úroková míra na peněžním trhu a rezervy bank, dosahuje centrální banka zprostředkujících cílů. Konečných cílů je pak dosahováno přes zprostředkující cíle, kterými mohou být úroková míra, peněžní zásoba a

²⁵ SAMUELSON, Paul Anthony, NORDHAUS William D. *Ekonomie: 18. vydání*. Vyd. 1. Praha: NS Svoboda, 2007, s. 385.

²⁶ Důvod spočívá v dominanci monetaristické teorie. Viz např. RICHTER Franziska, WAHL, Peter. *The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone* [online]. Global Marshall Plan, 2011. [cit. 2015-03-30]. Dostupné na http://www.globalmarshallplan.org/sites/default/files/media/ecb_report_by_weed.pdf

²⁷ Jak uvádí Hrnčíř, tak pojmy cenová stabilita a měnová stabilita bývají občas zaměňovány. Oba pojmy skutečně míří stejným směrem, tedy ke stabilitě kupní síly měny, avšak liší se svým obsahem. „Stabilitou měny se rozumí stabilita její kupní síly, jež se utváří ve dvou dimenzích, vnitřní a vnější. Vnější stabilita měny, tj. stabilita její vnější kupní síly, je dána stabilní hodnotou měnového kurzu. Vnitřní stabilita měny, tj. stabilita její vnitřní kupní síly, je dána celkovou stabilitou.“ Oproti tomu termín „cenová stabilita“ je sám o sobě pro praxi málo vypovídající, proto mu musí centrální banky při realizaci měnové politiky a při její komunikaci dát konkrétní obsah, tedy musí definovat, co pod cenovou stabilitou chápou. Viz HRNČÍŘ, Miroslav. *Měnová teorie a politika*. Vyd. 1. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2010, s. 8.

²⁸ REVENDA(a): *Centrální bankovníctví*, s. 67.

²⁹ Tamtéž

³⁰ V tomto případě se jedná o podporu tempa růstu reálného HDP.

³¹ REVENDA(a): *Centrální bankovníctví*, s. 79.

³² Viz BALDWIN, WYPLOCZ: *Ekonomie evropské integrace*, s. 379.

měnový kurz.³³ Způsob, jakým rozhodnutí týkající se úrokových měr ovlivňují ekonomickou aktivitu a inflaci, popisuje transmisní mechanismus, přičemž celý proces měnové politiky v tržní ekonomice je konkrétním postupem centrální banky, jež je založen právě na konkrétním transmisním mechanismu.³⁴ To znamená, že prostřednictvím transmisního mechanismu dochází k přenosu měnově-politických impulsů.

Konvenční nástroje měnové politiky a měnového řízení lze klasifikovat na základě různých hledisek.³⁵ Na tomto místě jsou uvedeny nástroje z hlediska dopadů na bankovní systém, resp. z hlediska adresnosti, přičemž se jedná o nástroje nepřímé (operace na volném trhu; diskontní nástroje; kurzové intervence), kombinaci přímých a nepřímých (povinné minimální rezervy; doporučení, výzvy a dohody) a nástroje přímé (limity úvěrů bank; limity úrokových sazeb bank; povinné vklady; pravidla likvidity). Nutno podotknout, že v současnosti jsou nejdůležitějšími nástroji měnového řízení nástroje nepřímé, tedy tržního charakteru, jejichž působení dopadá na celý bankovní sektor. Může působit krátkodobě i dlouhodobě.³⁶

Zaměříme-li se na nekonvenční nástroje, tak centrální banka k nim zpravidla přistupuje, když se krátkodobé úrokové sazby přiblíží nule či dokonce již na nule jsou a není tak možné využít konvenčních opatření. Centrální banka prostřednictvím nekonvenčních opatření usiluje o snížení úvěrových nákladů.³⁷ Banka tak začíná využívat svou bilanci, aby ovlivnila širší finanční podmínky. Tyto operace zpravidla vedou k výrazným změnám ve velikosti a složení bilance centrální banky.³⁸ Zpravidla nejrozšířenějším a nejpoužívanějším je tzv. kvantitativní uvolňování. Jedná se o nákupy finančních aktiv centrální bankou, kdy dochází k emisi nových peněz, a tím pádem dochází k růstu aktiv centrální banky. Cíl kvantitativního uvolňování spočívá především ve zvýšení důvěry na trzích, podpoře růstu a zabránění deflaci. Centrální banka tak může za tímto účelem změnit velikost vlastní bilance nákupy cenných papírů k ovlivnění peněžní zásoby. Kvantitativní uvolňování navyšuje bankovní rezervy a znamená navýšení cen finančních aktiv při současném snižování výnosů těchto aktiv. Tyto nižší výnosy dlouhodobých aktiv stimulují ekonomickou aktivitu. Při

³³ Viz HOLMAN, Robert. *Makroekonomie: středně pokročilý kurz*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010, s. 355.

³⁴ Srov. REVENDA(a): *Centrální bankovníctví*, s. 70, 78.

³⁵ Viz např. REVENDA(a): *Centrální bankovníctví*, s. 221.; POLOUČEK et al.: *Bankovníctví*, s. 78.; LANDOROVÁ et al.: *Centrální bankovníctví*, s. 31.

³⁶ REVENDA(a): *Centrální bankovníctví*, s. 221.; LANDOROVÁ et al.: *Centrální bankovníctví*, s. 33.

³⁷ Srov. BERNANKE, Ben S, Vincent R REINHART. Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates: An Efficient Markets-Rational Expectations Approach. *American Economic Review*. 2004, vol. 94, no. 2, s. 85.

³⁸ PATTIPEILOHY, Christiaan a kol. *Unconventional Monetary Policy of the ECB during the Financial Crisis: An Assessment and New Evidence* [online]. De Nederlandsche Bank Working Paper No. 381, 28. května 2013. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2278838>

kvantitativním uvolňování navíc banka pořizuje dlouhodobé³⁹ vládní dluhopisy, aby snížila dlouhodobé úrokové sazby a pomohla vládám při vydávání dluhopisů.⁴⁰ Vládní dluhopisy navíc plní klíčovou roli při fungování transmisního mechanismu měnové politiky, jelikož determinují zásadní aspekty podmínek financování v rámci bankovního systému.⁴¹ Vládní dluhopisy tak představují kritický prvek pro provádění měnové politiky, aniž by záleželo na to, jsou-li nakupovány přímo či nikoliv.⁴²

Samotné vlády využívají mezinárodních trhů k tomu, aby si zajišťovaly prostředky emisemi dlouhodobého dluhu, obvykle formou emise dlouhodobých vládních dluhopisů, přičemž trh s dluhopisy lze považovat za jeden z největších finančních trhů s aktivy.⁴³ Vlády jsou tedy společně s bankovními institucemi propojeny úzkou vazbou, jelikož bankovní instituce drží dluhopisy emitované vládami. Důvod spočívá v jejich tradičním chápání jako bezrizikových či pouze minimálně rizikových aktiv. Nicméně problém nastává, stane-li se dluh bank dluhem vlády. „*Pokud je sama vláda na pokraji bankrotu, situace se stává téměř neřešitelnou.*“⁴⁴

2.1.2 Nezávislost centrální banky

Nezávislost centrální banky má původ v neoliberalní ekonomické koncepci a souvisí s funkcí centrální banky jako banky státu. Jedná se o zásadní prvek měnové politiky, jelikož v případě závislosti centrální banky na vládě se může měnová politika dostat do vleku fiskální politiky.⁴⁵ Měnová politika by v ideálním případě měla být vykonávána bez politických zásahů či politické kontroly a centrální banka by měla být institucionálně oddělená od

³⁹ Naproti tomu v případě operací na volném trhu banka pořizuje krátkodobé vládní obligace. Viz STAKIĆ, NIKOLA. The Role and Importance of ECB's Monetary Policy in the Global Economic Crisis. *Megatrend Review*. 2014, vol. 11, no. 1, s. 43.

⁴⁰ BERNANKE, REINHART: *Conducting Monetary Policy...*, s. 87-88; STAKIĆ: *The Role and Importance...*, s. 43; EICHLER, Stefan, Kai HIELSCHER. Does the ECB act as a lender of last resort during the subprime lending crisis?: Evidence from monetary policy reaction models. *Journal of International Money and Finance*. 2012, vol. 31, issue 3, s. 553.

⁴¹ Důvody viz COLLIGNON, Stefan. *ECB Interventions, OMT and the Bankruptcy of the No-Bailout Principle*. [online]. Policy Department A: Economic and Scientific Policy, European Parliament, září 2012. [cit. 2015-03-30]. Dostupné z: <<http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201210/20121008ATT53118/20121008ATT53118EN.pdf>>

⁴² Tamtéž s. 9.

⁴³ Srov. BALDWIN, WYPLOCZ: *Ekonomie evropské integrace*, s. 537.

⁴⁴ Tamtéž s. 554.

⁴⁵ SOUSA, Pedro A.B. Independent and Accountable Central Banks and the European Central Bank. *European Integration online Papers*. [online]. 2001, roč. 5, vyd. 9, s. 1-16. [cit. 2015-03-17]. Dostupné z: <<http://eiop.or.at/eiop/pdf/2001-009.pdf>>

vládních institucí.⁴⁶ Všeobecný trend zvyšování nezávislosti centrálních bank souvisí se zvyšující se prioritizací cenové stability mezi měnově-politickými cíli,⁴⁷ přičemž z hlediska monetarismu spočívá jediný myslitelný model právě v celkové nezávislosti centrální banky na vládě.⁴⁸

Nezávislost centrální banky na vládě je tak podstatným rysem, jelikož řeší problematiku tendencí vlád s velkou finanční zátěží, které při problémech mohou vyvíjet tlak na centrální banky za účelem financování jejich dluhů⁴⁹ – dochází k monetizaci dluhu, která zvyšuje inflační tlaky.⁵⁰ Jedná se o tzv. „tlačení peněz“ (bezhotovostních), což má za následek růst množství peněz v rámci rezerv bank a nedochází-li ke změně dalších okolností, vedou tyto operace k navyšování celkového množství peněz v oběhu. Právě problém inflačních účinků při monetizaci státního dluhu vedl k zákazu přímého úvěrování státu a posílení samostatnosti centrální banky. Centrální banka tedy nemá povinnost odkupovat tyto cenné papíry, není-li tato emise akceptována trhem.⁵¹

Faktem je, že i v současnosti jsou někdy centrální banky nuceny k poskytování úvěrů, jež mají za cíl financovat deficity státních rozpočtů, nicméně tato situace je zpravidla řešena podmíněným úpisem státních dluhopisů, které jsou následně prodávány na finančních trzích.⁵²

V souvislosti s nákupem státních dluhopisů se v případě dluhové krize mluví o ECB jako o věřiteli poslední instance. Nutno podotknout, že tento termín se běžně používá v případě úpadku bank, přičemž tento věřitel má zabránit jejich úpadku tím, že jim přechodně poskytne likviditu. Ochota poskytnutí je však zcela v gesci centrální banky a intervence zpravidla probíhají pouze v situaci, že existuje hrozba systémového rizika.⁵³ Jedná se tak o poslední možnost, jak získat chybějící zdroje a zajistit tak potřebnou likviditu. Tato situace lze vztáhnout i na dluhovou krizi a problémové státy eurozóny, které se ocitly v obdobné pozici jako banky. Otázkou je, pokud je hlavním cílem centrální banky cenová stabilita, tak „zda a do jaké míry může centrální banka jednat jako věřitel poslední instance pro zadlužené vlády,

⁴⁶ Srov. BIBOW, Jörg. *A post Keynesian perspective on the rise of Central Bank independence: A dubious success story in monetary economics*. [online]. Annandale-on-Hudson: Levy Economics Institute, Working Paper No. 625, 2010. [cit. 2015-03-30]. Dostupné z: <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_625.pdf>

⁴⁷ Tamtéž, s. 4.; SOUSA: *Independent and Accountable...*, s. 3.

⁴⁸ RICHTER, WAHL: *The Role of the...*, s. 6.

⁴⁹ Důvody zákazu přímého úvěrování viz REVENDA(b): *Centrální bankovníctví*, s. 217.

⁵⁰ BALDWIN, WYPLOCZ: *Ekonomie evropské integrace*, s. 488.

⁵¹ Srov. ILLING, Gerhard, KÖNIG, Philipp. The European Central Bank as Lender of Last Resort. *DIW Economic Bulletin*. 2014, roč. 4, č. 9, s. 17.

⁵² REVENDA(b): *Centrální bankovníctví*, s. 217.

⁵³ POLOUČEK et al.: *Bankovníctví*, s. 451. „Systémové riziko je proměnlivost ve výnosech finanční instituce (banky), která je výsledkem závislosti na celkovém vývoji ekonomiky, resp. vnějších faktorech.“ POLOUČEK et al.: *Bankovníctví*, s. 327.

aniž by docházelo k ohrožení jejího mandátu.“⁵⁴ Z toho důvodu je možnost centrální banky vystupovat jako věřitel poslední instance na trzích s vládními dluhopisy velmi kontroverzní. Dle některých názorů to vede k již zmíněné inflaci, fiskálním následkům a zvyšování rizika morálního hazardu.⁵⁵

Na závěr kapitoly zabývající se nezávislostí centrální banky je nutné ještě představit jednotlivé typy nezávislosti centrální banky. Faktem je, že v literatuře⁵⁶ se lze setkat s různými druhy a označeními nezávislosti centrálních bank. Nejčastěji se hovoří o cílové nezávislosti, která spočívá v samostatnosti centrální banky při volbě měnově-politických cílů, a instrumentální nezávislosti, v rámci níž centrální banky samy přijímají rozhodnutí o postupech a nástrojích, které mají vést k dosažení těchto cílů.⁵⁷ Tyto dva typy dohromady vytváří určitou funkční nezávislost. S touto funkční nezávislostí de facto souvisí institucionální, resp. politická nezávislost, která spočívá ve svobodě provádění měnové politiky z hlediska absence politických zásahů.⁵⁸ Zajímavé je, že Debelle a Fischer ji nicméně přirovnávají k cílové nezávislosti⁵⁹ a naproti tomu de Grauwe k instrumentální.⁶⁰ Dále se jedná o osobní nezávislost, která souvisí se jmenováním a funkčním obdobím členů bankovní rady⁶¹, a finanční nezávislost, která odmítá financování veřejného dluhu.⁶² Jako poslední je uváděna ekonomická, resp. rozpočtová, která znamená, že centrální banka hospodaří dle vlastního rozpočtu.⁶³ Pro účely práce má kromě institucionální nezávislosti zásadní význam také funkční a finanční nezávislost.

⁵⁴ BUITER, WILLEM a EBRAHIM RAHBARI. The European Central Bank as Lender of Last Resort for Sovereigns in the Eurozone. *JCMS: Journal of Common Market Studies*. 2012, vol. 50, s. 8-9.

⁵⁵ Viz GRAUWE, Paul de. 2012. *Economics of Monetary Union*. Ninth edition. Oxford: Oxford University Press. s. 120-123.

⁵⁶ Ucelený přehled pohledů na nezávislost řady autorů viz např. SHEPPARD, Parker. The Components of Central Bank Independence and Their Effects. *Undergraduate Economic Review*. 2008, roč. 4: vyd. 1, s. 1-52.

⁵⁷ SOUSA: *Independent and Accountable...*, s. 2; BIBOW: *A post Keynesian...*, s. 2-3; DEBELLE, Guy, FISCHER, Stanley. *How Independent Should a Central Bank Be? Published in Conference on Monetary Policy in a Low Inflation Regime*. [online]. *Conference Series, Federal Reserve Bank of Boston*, 1994, s. 195-225 [cit. 2015-03-30]. Dostupné z <<http://www.bostonfed.org/economic/conf/conf38/conf38f.pdf>>; AGRAWAL, Amol. *Central Bank Independence: A major victim of the 2007 crisis* [online]. stcipd.com, 9. prosince 2010 [cit. 2015-03-30] Dostupné z: <<http://www.stcipd.com/UserFiles/File/Central%20Bank%20Independence%20-%20A%20major%20victim%20of%20the%202007%20crisis.pdf>>

⁵⁸ SOUSA: *Independent and Accountable...*, s. 2; BIBOW: *A post Keynesian...*, s. 2-3.

⁵⁹ DEBELLE, FISCHER: *How Independent Should...*, s. 197.

⁶⁰ GRAUWE: *Economics of Monetary...*, s. 152.

⁶¹ AGRAWAL: *Central Bank Independence...*, s. 3.; SOUSA: *Independent and Accountable...*, s. 2; BIBOW: *A post Keynesian...*, s. 14.

⁶² SOUSA: *Independent and Accountable...*, s. 2; BIBOW: *A post Keynesian...*, s. 3.

⁶³ BIBOW: *A post Keynesian...*, s. 3.

2.2 Metody sběru a analýzy dat

Pro naplnění cílů práce se autor rozhodl pro výzkum čistě kvalitativního charakteru, což přináší výhody velmi podrobného a hlubokého náhledu do zkoumaného případu, avšak i nevýhody v podobě velmi úzkého zaměření práce. V kvalitativním výzkumu jde zejména o explanaci fenoménů a zkoumání efektů konkrétních příčinných souvislostí v rámci jednotlivých případů, přičemž je usilováno o integrovaný pohled na předmět studie, jeho kontextovou logiku, explicitní a implicitní pravidla fungující v dané oblasti.⁶⁴

Jak již bylo zmíněno výše, tak z hlediska metody sběru dat je v práci využito analýzy dokumentů, a to konkrétně primárního práva EU (SEU a SFEU, resp. Statutu), dále veřejných dokumentů vydávaných ECB, vybraných zdrojů statistických dat a také příspěvků autorů tuzemské i zahraniční provenience věnujících se této problematice. Jedná se zejména o knižní publikace a články z recenzovaných zahraničních periodik.

Z hlediska zvolené metody analýzy dat je diplomová práce koncipována jako jedinečná případová studie legality vybraných nekonvenčních opatření měnové politiky ECB. V případě jedinečné případové studie je zastáván názor, že není nutné teoretické zobecňování k tomu, aby případová studie vykazovala vědeckou hodnotu. V tomto případě postačí detailní, expertní a praktické znalosti k tomu, aby případová studie měla vědeckou hodnotu. Podstata tkví v hlubokém porozumění komplexním jevům.⁶⁵ Metoda případové studie byla zvolena z toho důvodu, že usnadní porozumění důležitých aspektů této problematické oblasti výzkumu, přičemž dále napomůže získání podrobného popisu a vhledu při zkoumání daného fenoménu v jeho přirozeném prostředí.⁶⁶

2.3 Limity výzkumu

Rozsah předkládané práce neumožňuje obsáhnout veškeré dění související s dluhovou krizí v eurozóně, avšak autor zastává názor, že zvolené předměty výzkumu lze z hlediska jejich dopadů považovat za nejvýznamnější. Limity výzkumu spočívají zejména v rozpornosti dané problematiky, přičemž komplikovaná je také značná dynamika a neukončenost vývoje v této oblasti, jelikož stále nelze říci, že by dluhová krize či intervence ECB v podobě nekonvenčních opatření skončily.

⁶⁴ GOERTZ, Gary, MAHONEY, James. *A tale of two cultures: qualitative and quantitative research in the social sciences*. 2., aktual. vyd. Princeton: Princeton University Press, 2012, s. 42.; HENDL, Jan. 2008. *Kvalitativní výzkum: základní teorie, metody a aplikace*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Portál, s. 52.

⁶⁵ KOŘAN, Michal. 2008. Jednopřípadová studie. In *Jak zkoumat politiku: kvalitativní metodologie v politologii a mezinárodních vztazích*. Ed. DRULÁK, Petr Vyd. 1. Praha: Portál, s. 29, 34.

⁶⁶ HENDL: *Kvalitativní výzkum...*, s. 50.

Z hlediska metody analýzy dat představuje hlavní omezení případové studie její (ne)schopnost generalizace, konkrétně nízká možnost teoretické generalizace. Právě to představuje základní argument kritiků této metody. V rámci výzkumu totiž případová studie slouží spíše k nastolení a objevení otázek, než k jejich zodpovídání. Jejich úloha tak spočívá zejména v generaci hypotéz. Navíc je důležité, že napomáhají získání dodatečných podrobných poznatků s ohledem na stav určitého výzkumu.⁶⁷

⁶⁷ Srov. FIALA, Petr, SCHUBERT, Klaus. *Moderní analýza politiky*. Brno: Barrister & Principal. 2000, s. 45; KOŘAN: *Jednopřípadová studie*, s. 29.

3 CENTRÁLNÍ BANKOVNICTVÍ V HMU

Tato kapitola se nejprve zaměří na právní rámec ECB a ESCB, přičemž bude poukázáno na unikátní a svébytné institucionální postavení ECB a její pravomoci. Rovněž bude představena organizační struktura ECB a základní charakteristika jednotlivých složek. Následně práce poukáže na základní aspekty měnové politiky ECB, kdy bude kladen důraz na vymezení cíle, nástroje a operace, které při výkonu měnové politiky využívá. Kapitulu uzavře část zabývající se nezávislostí ECB a jejími druhy.

3.1 Právní, institucionální a organizační aspekty

Z hlediska právního vymezení mandátu ECB lze konstatovat, že ratifikace Lisabonské smlouvy⁶⁸ a počátek dluhové krize eurozóny se prolínaly, jelikož k oběma situacím došlo na přelomu let 2009/2010, tudíž se ECB musela v době krize pohybovat v mezích mandátu vymezeným touto smlouvou.⁶⁹ V článku 119 SFEU je poukázáno na elementární principy hospodářské a měnové politiky EU, přičemž odst. 1 tohoto článku upravuje oblast hospodářské politiky a odst. 2 tohoto článku měnovou politiku. Ten stanoví, že činnosti členských států a Unie (tedy i ECB) ve smyslu článku 3 SEU⁷⁰ zahrnují „za podmínek a v souladu s postupy stanovenými Smlouvami jednotnou měnu – euro, jakož i vymezení a provádění jednotné měnové a devizové politiky, jejímž prvořadým cílem je udržet cenovou stabilitu, a aniž je dotčen tento cíl, podporovat obecnou hospodářskou politiku v Unii v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství s volnou soutěží.“ Čl. 119, odst. 3 SFEU dále uvádí, že „*tyto činnosti členských států a Unie zahrnují dodržování následujících hlavních zásad: stabilní ceny, zdravé veřejné finance a měnové podmínky a trvale udržitelná platební bilance.*“

Na úvod je rovněž třeba vymezit základní pojmy, které někdy bývají zaměňovány. Samotná ECB představuje základní prvek Evropského systému centrálních bank (ESCB). Odpovědnost za společnou měnovou politiku spočívá na ESCB, který se skládá ze všech

⁶⁸ Neoficiální název současné verze Smlouvy o EU a Smlouvy o fungování EU

⁶⁹ Nicméně je nutno poznamenat, že Lisabonská smlouva neměla na změnu vymezení mandátu či pravomocí ECB výrazný vliv. Ve skutečnosti v zásadě nedošlo od přijetí Maastrichtské smlouvy k přiznání významných kompetencí či posílení jejího postavení. Lisabonská smlouva nicméně formálně zavedla setkání Euroskupiny, na něž je ECB přizvána, přičemž ji zastupují prezident. (srov. čl. 284, odst. 2 SFEU). Kromě toho se ECB nově stala součástí institucionálního rámce Unie. (srov. čl. 13, odst. 1 SEU)

⁷⁰ Článek 3 SEU uvádí, že „*Unie vytváří vnitřní trh. Usiluje o udržitelný rozvoj Evropy, založený na vyváženém hospodářském růstu a na cenové stabilitě, vysoce konkurenceschopném sociálně tržním hospodářství směřujícím k plné zaměstnanosti a společenskému pokroku a na vysokém stupni ochrany a zlepšování kvality životního prostředí. Podporuje vědecký a technický pokrok.*“ Cenová stabilita tak nyní patří mezi základní cíle EU, přičemž v době Maastrichtské smlouvy tomu tak nebylo.

centrálních bank členských států EU a ECB⁷¹. Nicméně z důvodu absence právní subjektivity ESCB, vlastních rozhodovacích orgánů a skutečnosti, že integrace v rámci HMU probíhá na různých úrovních, představují v současnosti hlavní aktéry národní centrální banky zemí eurozóny a ECB.⁷² Z toho důvodu existuje ještě jedno strukturované uskupení centrálních bank, kterým je Eurosystem, jež se skládá právě z ECB a z národních centrálních bank, jejichž země již přijaly společnou měnu. Nutno podotknout, že aktivity centrálních bank v Eurosystemu formálně spadají do působnosti ESCB, nicméně jsou vykonávány výhradně centrálními bankami zemí, jež přijaly euro za svou měnu, a ECB, kteří společně řídí měnovou politiku Unie.⁷³ Článek 127, odst. 1 SFEU stanoví, že „*prvořadým cílem ESCB je udržovat cenovou stabilitu*“⁷⁴. *Aniž je dotčen cíl cenové stability, podporuje ESCB obecné hospodářské politiky v Unii se záměrem přispět k dosažení cílů Unie, jak jsou vymezeny v článku 3 Smlouvy o Evropské unii. ESCB jedná ve shodě se zásadami stanovenými v článku 119 a v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství s volnou soutěží, čímž podporuje efektivní umístování zdrojů.*“⁷⁵ Primární cíl Eurosystemu tak spočívá v udržování cenové stability, což znamená, že dalších cílů obsažených v rámci článku 3 SEU může Eurosystem dosahovat pouze za předpokladu, že je zajištěna cenová stabilita.⁷⁶ Dochází-li k rozporu mezi těmito cíli, tak z pohledu Eurosystemu má vždy přednost péče o cenovou stabilitu, nicméně i k ostatním cílům je přihlíženo.⁷⁷ Cenová stabilita je však jedním z cílů EU, který sám o sobě přispívá k dosažení dalších uvedených cílů.

Členové Eurosystemu pak provádí základní úkoly ESCB, mezi které patří vymezování a provádění měnové politiky Unie⁷⁸, provádění devizových operací v souladu s článkem 219, držba a správa oficiálních devizových rezerv členských států, podpora plynulého fungování

⁷¹ Skutečnost, že měnovou politiku zemí EMU nyní vykonává právě nezávislá ECB, se v současnosti pro některé členské země EMU jeví jako zásadní problém, jelikož v případě potíží již nemohou z důvodu členství v EMU devalvovat svou měnu, jak tomu činily dříve. (např. Itálie v minulosti pravidelně devalvovala italskou liru za účelem zachování konkurenceschopnosti)

⁷² SCHELLER, H. K. *Evropská centrální banka: Historie, role a funkce*. 2.vyd. Frankfurt am Main: Evropská centrální banka, 2006, s. 41-42.

⁷³ čl. 282, odst. 1 SFEU

⁷⁴ Cenová stabilita je cíl založený především na prognózování inflace na základě objemu peněžní zásoby. Viz TOMÁŠEK: *Evropské měnové právo*, s. 36. Kritika monetaristického přístupu ECB z hlediska redukce role centrální banky, resp. jediného primárního cíle v podobě cenové stability viz např. RICHTER, WAHL: *The Role of the...*

⁷⁵ Prvořadý cíl ESCB, který spočívá v udržování cenové stability je uveden i mezi obecnými cíli Unie v čl. 3 SEU a v čl. 282, odst. 2 SFEU.

⁷⁶ Srov. ZILIOLI, Chiara, SELMAYR, Martin. The Constitutional Status of the European Central Bank. *Common Market Law Review*. 2007, roč. 44, č. 2, s. 361.

⁷⁷ EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA. *Evropská centrální banka. Eurosystem. Evropský systém centrálních bank*. Frankfurt nad Mohanem: Evropská centrální banka, 2009, s. 20.

⁷⁸ Jedná se například o rozhodování o základních úrokových sazbách ECB, tedy o základní nabídkové sazbě pro hlavní refinanční operace, úrokových sazbách pro mezní zápůjční facilitu a vkladovou facilitu, a dále rozhodnutí týkající se měnových cílů a vytváření měnových rezerv. Viz ECB: *Evropská centrální banka...*, s. 13.

platebních systémů.⁷⁹ Eurosystem navíc plní roli i v oblasti dohledu nad úvěrovými institucemi a stability finančního systému.⁸⁰ Nutno připomenout, že právě dohled nad úvěrovými institucemi byl v důsledku krize rozšířen. Na tomto místě je rovněž vhodné připomenout, že na ECB spadá zákaz měnového financování z čl. 123 SFEU.⁸¹

Samotná ECB disponuje právní subjektivitou⁸² a je tak způsobilá jednat vlastním jménem, což má implikace i pro její institucionální nezávislost. Navíc jí právní subjektivita umožňuje být nezávislým aktérem na mezinárodní úrovni a uzavírat mezinárodní smlouvy či disponovat hlasovacím právem v rámci mezinárodních organizací.⁸³

Z hlediska právních aktů může ECB ve vymezených případech přijímat nařízení⁸⁴ a k plnění úkolů svěřených ESCB také rozhodnutí,⁸⁵ jejichž legalitu může přezkoumávat SD EU.⁸⁶ Kromě těchto dvou závazných právních aktů může banka vydávat i doporučení a zaujímat stanoviska.⁸⁷ Banka navíc musí být konzultována ke všem návrhům aktů Unie v oblasti její působnosti a dále také s jistými omezeními vnitrostátními orgány ke všem návrhům právních předpisů z oblasti její působnosti. Kromě toho však může předkládat stanoviska příslušným orgánům, institucím, jiným subjektům EU či vnitrostátním orgánům, spadají-li tyto záležitosti do rámce její působnosti.⁸⁸

V případě zajišťování odpovědnosti ECB za provádění měnové politiky hraje zásadní roli EP, kterému prezident ECB předkládá výroční zprávu o činnosti ESCB a o měnové politice za uplynulý rok⁸⁹, přičemž EP může na jejím základě zahájit obecnou rozpravu. Navíc na žádost EP či z vlastního podnětu může být prezident ECB a další členové Výkonné rady konzultováni příslušnými výbory Evropského parlamentu.⁹⁰ Nutno podotknout, že EP je v tomto směru velmi aktivní, ostatně jako u většiny dalších záležitostí, kde se snaží plně využívat své teprve nedávno nabyté pravomoci.

Základní kapitál ECB v současnosti činí 10, 825 mld. EUR⁹¹ a pochází od národních centrálních bank všech členských zemí EU, které jsou jeho jedinými upisovateli a držiteli.⁹²

⁷⁹ Čl. 127, odst. 2 SFEU.

⁸⁰ Čl. 127, odst. 5 a 6 SFEU.

⁸¹ Čl. 123, odst. 1 SFEU. Tento zákaz měnového financování je uveden i v čl. 21, odst. 1 Statutu.

⁸² Čl. 282, odst. 3 SFEU.

⁸³ Viz ZILIOLI, SELMAYR: *The Constitutional Status...*, s. 360.

⁸⁴ Viz čl. 139, odst. 2, písm e) SFEU.

⁸⁵ Čl. 132, odst. 1 SFEU a čl. 34, odst. 1 Statutu.

⁸⁶ Čl. 263 SFEU.

⁸⁷ Čl. 132, odst. 1 SFEU a čl. 34, odst. 1 Statutu.

⁸⁸ Čl. 127, odst. 4 SFEU.

⁸⁹ ECB nicméně tuto výroční zprávu o činnosti ESCB a měnové politice předkládá i Radě, Komisi a také ER.

⁹⁰ Čl. 284, odst. 3 SFEU.

⁹¹ Viz *Upisování základního kapitálu* [online] ecb.europa.eu, 1. ledna 2015. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.cs.html>

Podíl každé národní centrální banky na tomto kapitálu se vypočítává podle klíče, který odráží podíl dané země na celkovém počtu obyvatel a na hrubém domácím produktu EU, přičemž oba determinanty mají stejnou váhu.⁹³

Z hlediska organizační struktury představuje nejvyšší řídicí orgán ECB Rada guvernérů⁹⁴, do jejichž pravomocí spadá přijímání veškerých klíčových a strategických rozhodnutí. Rada guvernérů tedy formuluje měnovou politiku, rozhoduje o výši základních úrokových sazeb a vytváření měnových rezerv Eurosystemu, schvaluje obecné cíle a volbu nástrojů měnové politiky, přičemž dále tvoří obecné zásady pro jejich používání. ECB navíc nedávno získala nové úkoly v souvislosti s oblastí bankovního dohledu, jelikož přijímá rozhodnutí související s všeobecným rámcem, v němž jsou rozhodnutí dohledu přijímána.⁹⁵ Dále lze zmínit také povolování vydávání bankovek a určování objemů emise euromincí, vyjadřování se k právním aktům regulujícím měnový systém eurozóny, má zodpovědnost za plynulý bezhotovostní platební styk a schvaluje hlavní předpisy upravující správu ECB.⁹⁶ Jedná se tedy o klíčový orgán, přičemž Rada guvernérů se skládá z členů Výkonné rady a guvernérů všech národních centrálních bank eurozóny.⁹⁷ Rada guvernérů zpravidla zasedá dvakrát za měsíc, přičemž jednou za šest týdnů se koná tisková konference, které předsedá prezident ECB společně s viceprezidentem, a v rámci níž jsou přijatá měnová rozhodnutí podrobně zdůvodněna. Z hlediska formálního rozhodování je zpravidla uplatňována prostá většina, nicméně typická je spíše forma konsenzu. Systém hlasování se od vstupu 19. člena, kterým se 1. ledna 2015 stala Litva, změnil, přičemž v současnosti funguje mechanismus rotace, v němž se guvernéri národních centrálních bank v Radě guvernérů střídají ve výkonu hlasovacích práv.⁹⁸

Dalším z rozhodovacích orgánů je Výkonná rada,⁹⁹ která má 6 členů, kteří jsou jmenováni Evropskou radou na základě kvalifikované většiny,¹⁰⁰ přičemž jejich funkční období činí 8 let a je neobnovitelné.¹⁰¹ V čele Výkonné rady stojí prezident ECB, kterého zastupuje viceprezident ECB. Úkol tohoto orgánu spočívá v realizaci měnové politiky na

⁹² Čl. 28, odst. 1 a 2 Statutu.

⁹³ Čl. 29, odst. 1 Statutu.

⁹⁴ Veškerá ustanovení týkající se Rady guvernérů jsou obsažena v čl. 10 a 12 Statutu.

⁹⁵ Viz *Rada guvernérů*. [online] ecb.europa.eu. [cit. 2015-03-25] Dostupné z:

<<http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.cs.html>>

⁹⁶ DĚDEK, Oldřich. *Historie evropské měnové integrace: doba eura*. 2. Vyd. Praha: Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, 2013. s. 8.

⁹⁷ Čl. 283, odst. 1. SFEU.

⁹⁸ Viz *Rada guvernérů*

⁹⁹ Veškerá ustanovení týkající se Výkonné rady jsou obsažena v čl. 11 a 12 Statutu.

¹⁰⁰ Na základě doporučení Rady, po konzultaci s Evropským parlamentem a Radou guvernérů.

¹⁰¹ Čl. 283, odst. 2. SFEU.

základě rozhodnutí a obecných zásad přijatých Radou guvernérů a zabezpečování běžné činnosti ECB. Kromě výše zmíněného se dále podílí na rozhodování Rady guvernérů, připravuje její zasedání a vydává pokyny usměrňující národní centrální banky při decentralizovaném provádění měnových operací a také odpovídá za výkon určitých činností převedených na ni Radou.¹⁰² Disponuje tedy i pravomocemi regulační povahy. Rozhodnutí jsou obdobně jako u Rady přijímána převážně prostou většinou. Výkonná rada tak společně s Radou guvernérů plní zásadní roli pro tvorbu měnové politiky, jelikož tyto dva rozhodovací orgány řídí ESCB.¹⁰³

Posledním z orgánů¹⁰⁴ je Generální rada¹⁰⁵, kterou tvoří prezident a viceprezident ECB a guvernérů národních centrálních bank všech členských zemí EU. Pracovní náplň tohoto orgánu spočívá zejména v technických otázkách (např. sběr statistických informací, standardizace účetních a rozpočtových operací či příprava zpráv o činnosti vč. Výroční zprávy ECB), stanovení pravidel pro standardizaci účetnictví, poradenství při přípravách členské země EU na trvalou fixaci kurzu národní měny před vstupem do eurozóny, schvalování konvergenčních zpráv, hodnocení fungování kurzového systému ERM II, sledování měnového vývoje v EU a také opatření týkající se klíče pro upisování kapitálu ECB.¹⁰⁶ Jedná se nicméně pouze o přechodnou formaci, která bude rozpuštěna, až dojde k zavedení eura ve všech členských státech EU.¹⁰⁷

3.2 Základní aspekty a nástroje měnové politiky ECB

Měnová politika je v rámci primárního práva vymezena články 127 – 133 SFEU, přičemž měnové funkce a operace ESCB jsou definovány v člancích 17 - 24 Statutu. Již bylo uvedeno, že primární cíl Eurosystemu spočívá v udržování cenové stability, avšak primární právo EU neobsahuje konkrétní definici cenové stability, proto Rada guvernérů schválila kvantitativní definici cenové stability, která uvádí, že „*cenová stabilita je definována jako meziroční růst harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) pro eurozónu o méně než 2 %*.“ Cílem je tedy udržovat míru inflace ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko

¹⁰² Viz *Výkonná rada* [online] ecb.europa.eu. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/eb/html/index.cs.html>

¹⁰³ Čl. 129, odst. 1 SFEU a čl. 282, odst. 2 SFEU.

¹⁰⁴ Pro úplnost je vhodné dodat, že v současnosti existuje ještě Rada dohledu, která plánuje a provádí úkoly ECB, které se týkají dohledu, a dále předkládá úplné návrhy rozhodnutí Radě guvernérů. Viz *Rada dohledu* [online] ecb.europa.eu. [cit. 2015-03-25] Dostupné z:

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/ssm/html/index.cs.html>

¹⁰⁵ Veškerá ustanovení týkající se Generální rady jsou obsažena v čl. 44 a 46 Statutu ESCB a ECB.

¹⁰⁶ Viz *Generální rada*. [online] ecb.europa.eu. Dostupné z:

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/genc/html/index.cs.html>

¹⁰⁷ Čl. 141, odst. 1 SFEU.

této úrovni.¹⁰⁸ ECB za účelem dosahování tohoto cíle reguluje množství likvidity na trzích a krátkodobé úrokové sazby,¹⁰⁹ což prakticky znamená, že měnová politika ECB založena na dvou pilířích, kterými jsou cílování inflace a regulace peněžní zásoby.¹¹⁰ K tomu využívá měnově-politických nástrojů a procedur, které budou stručně představeny níže. ECB spíše preferuje používání nepřímých (tržních) nástrojů, přičemž má k dispozici tři hlavní nástroje měnové politiky k ovlivňování krátkodobých úrokových sazeb.

Prvním z nich jsou operace na volném trhu, které představují hlavní a nejčastěji používaný nástroj ECB, jež hraje klíčovou roli při řízení úrokových sazeb, bankovní likvidity a signalizaci orientace měnové politiky. Hrají tedy důležitou roli z hlediska řízení úrokových sazeb, správy likvidity na finančních trzích a signalizaci měnově-politického postoje.¹¹¹ Podmínky operací na volném trhu jsou upraveny článkem 18, odst. 1 Statutu, který umožňuje ECB a národním centrálním bankám „*provádět obchody na finančních trzích s pohledávkami a obchodovatelnými cennými papíry a rovněž provádět úvěrové operace s úvěrovými institucemi a s ostatními účastníky trhu s tím, že úvěry jsou dostatečně zajištěny.*“ Tyto operace mohou být však vykonávány pouze pro dosažení cílů ESCB a uskutečnění jeho úkolů.¹¹²

Operace na volném trhu mají běžně podobu reverzních transakcí,¹¹³ kdy ECB a národní centrální banky nakupují na finančních trzích aktiva bank na základě dohod o zpětném odkupu aktiv či zajištěných úvěrů. Bankám je tak poskytnuta likvidita na předem stanovenou dobu, oproti prodeji aktiv nebo zajištění úvěrů způsobilými aktivy (tzv. kolaterál). Kromě reverzních transakcí může Eurosystem využívat ještě přímé transakce a měnové swapy, vydávat dluhové cenné papíry a přijímat termínované vklady.¹¹⁴

¹⁰⁸ *The definition of price stability* [online] ecb.europa.eu. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html>

¹⁰⁹ Mezi klíčové úrokové sazby ECB se řadí úroková sazba na MRO, úrokové sazby na mezní zápůjční facilitu a vkladovou facilitu. ECB. Viz *Monetary policy decisions* [online] ecb.europa.eu. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html>

¹¹⁰ Srov. REVENDA(b): *Centrální bankovníctví...*, s. 245-246.

¹¹¹ ANDRIUŠKEVIČIUTĚ, Deimantė, BALČIUNAS, Norbertas. The Monetary Policy of the European Central Bank in the Period of Sovereign Debt Crisis. *Ekonomika*, 2013, roč.. 92, vyd. 2, s. 21-22.

¹¹² Čl. 18, odst. 1 Statutu

¹¹³ Jedná se o dočasné operace na volném trhu, jež poskytují prostředky na pouze předem dané a časově ohraničené období. Viz PATTIPEILOHY: *Unconventional Monetary Policy...*, s. 10.

¹¹⁴ *Eurosystem's instruments* [online] ecb.europa.eu [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/intro/html/index.en.html>

Existují čtyři druhy standartních operací na volném trhu¹¹⁵:

- Hlavní refinanční operace (MPOs) – představují základní nástroj měnové politiky Eurosystemu, přičemž se jedná o nejdůležitější operace, které naplňují celkové cíle operací na volném trhu a poskytují bankovnímu sektoru největší část likvidity. Konkrétně se jedná o pravidelné reverzní transakce, jež probíhají jednou týdně a mají týdenní splatnost.
- Dlouhodobější refinanční operace (LTROs) – jedná se o pravidelné reverzní transakce na poskytnutí likvidity, jež zpravidla probíhají jednou měsíčně s tříměsíční splatností. Eurosystem nicméně může provádět i nepravidelné dlouhodobé operace, u kterých se splatnost pohybuje do tří měsíců až do čtyřiceti osmi měsíců¹¹⁶. Cílem je poskytnout dlouhodobější likviditu bankovnímu sektoru, přičemž může sloužit i k jiným měnově-politickým cílům.
- Operace jemného doladění (FTOs) – jedná se o ad hoc transakce prováděné s cílem pozměnit objem likvidity na trhu a ovlivnit úrokové sazby. Účel těchto operací spočívá zejména ve zmírnění dopadů neočekávaných výkyvů v objemu likvidity na úrokové sazby. Tyto transakce mohou mít podobu reverzních transakcí, přímých transakcí, měnových swapů a příjmu termínovaných vkladů.
- Strukturální operace – (Structural operations – SOs) – účel spočívá v úpravě strukturální likvidity Eurosystemu vůči bankovnímu sektoru. Může se jednat o reversní transakce, přímé transakce nebo emise dluhových cenných papírů k ovlivnění pozice strukturální aktivity bankovního systému vůči ECB.

Výše uvedené nástroje představují konvenční operace na volném trhu, přičemž je nutné na tomto místě podotknout, že mezi operace na volném trhu, byť nekonvenční, se řadí i zkoumaná opatření SMP a OMTs.

Druhý ze základních nástrojů využívaných ECB představují stálé facility, jejichž cíl spočívá v poskytování a přijímání jednodenní likvidity přes noc, signalizaci obecné měnově-politické orientace a úprava jednodenních tržních úrokových sazeb. Stálé facility nabývají dvou podob, přičemž se jedná o mezní zápůjční facilitu, která představuje možnost úvěrových institucí získat od národních centrálních bank likviditu do druhého dne, a vkladovou facilitu,

¹¹⁵ Tamtéž

¹¹⁶ Jedná se o TLTROs

znamenantící možnost úvěrových institucí ukládat u národních centrálních bank prostředky do druhého dne.¹¹⁷

Poslední ze základních nástrojů měnové politiky představuje požadavek na minimální rezervy, které jsou úvěrové instituce v souladu s cíli měnové politiky nuceny udržovat na účtech u ECB a národních centrálních bank. Účel povinných minimálních rezerv spočívá ve stabilizaci úrokových sazeb peněžního trhu, tvorbě či rozšíření strukturálního nedostatku likvidity v bankovním sektoru, případně přispění ke kontrole měnové expanze. Každá z úvěrových institucí ukládá na vkladovém účtu u příslušné národní centrální banky určitý podíl, který je determinován na základě průměrných denních rezerv držených institucí v průběhu udržovacího období v délce jednoho měsíce.¹¹⁸

Jak již bylo řečeno, tak ECB svou standardní měnovou politikou za podpory svých aktivních obchodů s bankovním sektorem reguluje krátkodobé sazby peněžního trhu a prostřednictvím finančních trhů předává měnově-politické signály do reálné ekonomiky. Problém však nastane, když měnově-politické sazby centrální banky dosahují hodnot blízkých se k nule či dokonce nulových, což znemožňuje obvyklý způsob uvolňování měnové politiky.¹¹⁹ V tomto případě lze využít ustanovení čl. 20 Statutu, který uvádí možnost Rady guvernérů použít dalších operativních metod měnové kontroly, které budou sledovat primární cíl ESCB, resp. cíle EU.

3.3 Nezávislost ECB

ECB se vyznačuje velkou mírou nezávislosti po vzoru německé Bundesbank, přičemž se jednalo o jeden ze základních požadavků Německa při vytváření HMU.¹²⁰ Pravděpodobně se jedná o vůbec nejnezávislejší centrální banku na světě, což potvrzují i Weber a Forscher, kteří dokládají srovnání vybraných centrálních bank na základě řady indexů, ze kterého vyplývá, že ECB skutečně dosahuje nejvyšší nezávislosti.¹²¹

¹¹⁷ *Eurosystem's instruments*. [online] ecb.europa.eu. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/intro/html/index.en.html>

¹¹⁸ *Eurosystem's instruments*. [online] ecb.europa.eu. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/intro/html/index.en.html>

¹¹⁹ DĚDEK, Oldřich. *Doba eura: úspěchy i nezdary společné evropské měny*. 1. Vyd. Praha: Linde Praha, 2014, s. 260.

¹²⁰ Srov. BIBOW: *A post Keynesian...*, s. 4.

¹²¹ Srov. WEBER, Christoph, FORSCHNER, Benedikt. ECB: Independence at risk?. *Intereconomics*. 2014, roč. 49, č. 1, s. 47.

Nezávislost ECB¹²² je víceúrovňovým konceptem, založeným na těchto pilířích:

- **Institucionální (politická) nezávislost** - znamená, že ECB ani centrální banky jednotlivých států nemohou přijímat či požadovat pokyny od orgánů EU či národních vlád. Čl. 130 SFEU výslovně zakazuje jakékoliv politické tlaky či zásahy do činnosti Eurosystemu, které by mohly ohrozit efektivní dosahování cílů souvisejících s jeho úkoly.¹²³ Nicméně ostatní instituce EU či členské státy se mohou na ECB obracet ohledně nezávazných konzultací.¹²⁴ Právě tento typ nezávislosti je klíčový pro zodpovězení výzkumné otázky.
- **Funkční (cílová a instrumentální) nezávislost** – znamená autonomii při dosahování hlavního cíle v podobě cenové stability a rovněž při plnění základních úkolů.¹²⁵ Tuto nezávislost zajišťuje několik ustanovení Statutu. Za tímto účelem byla ECB vybavena řadou pravomocí k provádění měnové politiky, za kterou nese odpovědnost, a rovněž disponuje ECB množstvím nástrojů, prostřednictvím nichž dosahuje stanovených cílů.
- **Osobní nezávislost** – Osobní nezávislost se týká členů ECB, kteří mají rozhodovací pravomoci. Funkční období guvernérů národních centrálních bank je minimálně pětileté, přičemž neexistuje možnost odvolání z politických důvodů.¹²⁶ Oproti tomu funkční období členů Výkonné rady je osm let bez možnosti znovuzvolení,¹²⁷ přičemž člen Výkonné rady může být odvolán pouze v případě závažného pochybení či není-li schopen nadále vykonávat funkci. O těchto případných sporech rozhoduje SD EU.¹²⁸
- **Finanční nezávislost** – ECB ani národní centrální banky nesmí být využívány k financování rozpočtových výdajů. Tento druh nezávislosti tedy souvisí se zákazem měnového financování v čl. 123 SFEU. Jak již bylo uvedeno v teoretické části, tak důvod spočívá v tom, že monetizace vládního dluhu zvyšuje inflační tlaky, které mohou ohrozit primární cíl ECB.
- **Ekonomická (rozpočtová) nezávislost** – ECB disponuje vlastními prostředky ve formě upsaného kapitálu od národních centrálních bank, přičemž odpovědnost za

¹²² Realizace principu nezávislosti ECB je podpořena opatřeními v ekonomické a právní oblasti. SD EU se k aspektům nezávislosti ECB komplexně vyjádřil v roce 2003 v případě C-11/00 Komise v. ECB, kdy mj. potvrdil unikátní nezávislost ECB. Viz ZILIOLI, SELMAYR: *The Constitutional Status...*, s. 362-386.

¹²³ Tamtéž, s. 369.

¹²⁴ WEBER, FORSCHNER: *ECB: Independence at risk...*, s. 48.

¹²⁵ Čl. 127, odst. 1 a 2 SFEU.

¹²⁶ Čl. 14, odst. 2 Statutu.

¹²⁷ Čl. 283, odst. 2 SFEU.

¹²⁸ Čl. 11, odst. 4 Statutu.

rozpočet nesou pouze řídicí orgány ECB a její rozpočet není závislý na ostatních institucích EU. Tento druh nezávislosti spočívá i v tom, že kromě přímého politického ovlivňování, které souvisí s institucionální nezávislostí, může docházet i k nepřímým zásahům v podobě ovlivňování rozpočtu centrální banky.

4 PŮSOBENÍ ECB V DOBĚ DLUHOVÉ KRIZE EUROZÓNY

V průběhu krizového období bylo možné sledovat posun v aktivitách jednotlivých centrálních bank, přičemž ECB nebyla výjimkou. Ta se již od propuknutí finanční krize v roce 2007 snažila aktivně zasahovat a zajišťovat svůj primární cíl v podobě cenové stability, prostřednictvím implementace vhodných měnově-politických rozhodnutí, která odrážela její nezávislost. ECB nicméně již v té době začala provádět nekonvenční opatření v podobě ECSP, pomocí něhož usilovala o oživení peněžního trhu, kterému dodávala dodatečnou likviditu, což mělo vést k tolik potřebné stabilizaci. Po určité době ECB přistoupila nejprve k postupnému a následně k výraznému snižování klíčových úrokových sazeb¹²⁹, což bylo plně konzistentní s jejím mandátem. Po zásadním snížení úrokových sazeb spustila ECB v roce 2009 program CBPP, který následně v letech 2011 a 2014 opakovala. V roce 2014 navíc oznámila program ABSPP. Ačkoliv lze tyto programy řadit do kategorie nekonvenčních měnově-politických nástrojů, tak prakticky nevyvolávají názorové rozepře a jsou považovány za legitimní reakci centrální banky, která k nim přistupuje za účelem doplnění likvidity bankovnímu sektoru při situaci, kdy na mezibankovním trhu panuje vzájemná neochota bank k půjčování.¹³⁰

4.1 Nekonvenční měnová politika ECB v podobě nákupů vládních dluhopisů

Na počátku roku 2010 začalo docházet ke zvyšování rizika, že vlády některých států eurozóny nebudou schopny dostát svým závazkům v podobě splacení vydaných dluhopisů.¹³¹ V té době začal trh výrazně selhávat, což ohrožovalo fungování transmisního mechanismu měnové politiky. ECB tak byla nucena následkem počínající dluhové krize opustit svou tradiční roli a dle mnohých tak začala aktivně vstupovat do evropské politiky, což vyvolalo

¹²⁹ Pokles této fixní úrokové sazby byl znatelný především od října 2008 do května 2009, kdy sazba klesla ze 4,25 % na 1%. Následně se sazba dále snižovala až na 0,05 % v září 2014. V květnu 2009 navíc byla snížena i sazba depozitní facility na 0,25 %. Tím ECB prakticky vyčerpala standardní možnosti své měnové politiky, což následně vedlo k zavádění nekonvenčních opatření. Viz *Key ECB interest rates* [online] ecb.europa.eu. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>>

¹³⁰ Srov. DĚDEK: *Doba eura: úspěchy...*, s. 261.

¹³¹ Trh s dluhopisy patří k hlavním finančním trhům, přičemž do doby, než nastoupila globální recese, tak byly všechny vlády EU považovány za shodně rizikové dlužníky, což znamenalo existenci velmi nízké či dokonce nulové rizikové prémie a kurzové riziko u výnosu dluhopisů v eurozóně byl přijetím eura eliminováno, a finanční integrace měla vést k identickým sazbám v eurozóně. Nicméně i tak nedocházelo k úplné konvergenci výnosů. Viz BALDWIN, WYPLOCZ: *Ekonomie evropské integrace*, s. 528.

řadu otázek ohledně jejího mandátu a nezávislosti. Banka postupně přijala kontroverzní nekonvenční opatření, která měl významný vliv zadlužené státy a finanční sektor.¹³²

První zemí, která se ocitla v problémech, bylo Řecko, u kterého se začaly projevovat dlouhodobé strukturální defekty, a které již od dubna 2010 ztratilo možnost půjčovat si na finančních trzích a muselo požádat o mezinárodní finanční pomoc. V listopadu 2010 následovalo Irsko, které stejně jako Řecko doplatilo na příznaky přehřáté ekonomiky. Jako další se v květnu 2011 ocitlo v problémech Portugalsko, které doplatilo na dlouhodobou nevykonnost a strukturální strnutost, jež zmuťovaly s příchodem finanční a hospodářské krize.¹³³ Všechny tyto země vykazovaly závažné ekonomické nedostatky, přičemž společným znakem výše uvedených zemí je vyvrcholení jejich problémů, tedy rozvrat veřejných rozpočtů a nutnost mezinárodně organizované záchrany. Ekonomický růst těchto států byl dosahován pouze na úkor vysokého veřejného i soukromého dluhu. Výnosy státních dluhopisů těchto zemí začaly rapidně stoupat, a to z toho důvodu, že finanční trhy jimi podmiňují další půjčky předluženým vládám. Investoři jistí bezpečnost svých investic prostřednictvím rizikových přírůžek, které však značně prodražují výpůjční náklady.¹³⁴ Jak uvádí Marsh, tak v letech 2009-2010 se náklady správy dluhové služby v daných státech rapidně zvyšovaly, přičemž některým státům postupně de facto znemožnily půjčovat si na finančních trzích.¹³⁵ Prakticky tedy došlo k „vyschnutí“ tamních dluhopisových trhů.¹³⁶ Výše uvedené země následně v roce 2011 doplnily i Španělsko a Itálie.

Velmi významnou roli v krizi hrají také ratingové agentury (zejména Standard & Poor's, Moody's, Fitch), jejichž hodnocení ovlivňuje možnosti a schopnosti problémových

¹³² V tomto případě se jedná o kritizované LTRO, kdy vyšla ECB vstříc požadavkům obchodních bank eurozóny a dalších finančních společností, přičemž jim poskytla levné úvěry. V prosinci 2011 se ECB rozhodla poskytnout dodatečnou likviditu i bankovnímu trhu, a to ve dvou kolech. V této první vlně tendru tříletých úvěrů zapůjčila ECB komerčním bankám 489 mld. eur. Druhé kolo, jež probíhalo v únoru 2012, dosáhlo částky 529,5 mld. eur. Šlo o nízkouročené úvěry, jež alespoň uvolnily napětí na trzích. V tomto případě se jednalo o nekonvenční měnovou politiku, která však pro zamýšlený cíl využila standartní nástroj dlouhodobějších operací. Komerčním bankám byly nabídnuty úvěry se sazbou 1% a splatností tři let. ECB očekávala, že banky kvůli dostatku levné dlouhodobé likvidity neustanou s úvěrovou aktivitou a využijí tuto likviditu i k investicím do státních dluhopisů, čímž by přispěly ke stabilizaci postižených ekonomik. I díky mimořádnému zájmu se zdálo, že došlo ke zklidnění, avšak pouze dočasně. Srov. DĚDEK: *Doba eura: úspěchy...*, s. 263.

¹³³ Viz DĚDEK: *Doba eura: úspěchy...*, s. 231-249.

¹³⁴ Jedná se tedy o určitý „začarovaný kruh“, kdy i navzdory snahám o fiskální konsolidaci daných států dochází k neustálému narůstání dluhu kvůli vysokým nákladům dluhové služby. Snaha o úspory je tak negována abnormálně vysokými úroky, přičemž samotné úspory navíc drtí ekonomiku daných států, které nejsou s to vytvářet zdroje pro splácení dluhu. Pokud nepřichází pomoc v této zacyklené situaci, existuje pouze jediné logické vyústění v podobě vyhlášení platební neschopnosti daného státu - státní bankrot. Srov. DĚDEK: *Doba eura: úspěchy...*, s. 234-235)

¹³⁵ MARSH, David. *Euro: boj o osud nové globální měny*. 1. vyd. Brno: Centrum pro studium demokracie a kultury (CDK), 2012, s. 292-293.

¹³⁶ Logika nákupů viz např. HOFMANN: A Legal Analysis of the Euro Zone Crisis. *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*. 2013, roč. 18, č. 3, s. 521-524.

zemí k získávání prostředků pro sanaci svých dluhů. Čím nižší hodnocení, tím vyšší riziková přírážka a celkové výnosy vládních dluhopisů, což znamená další prodražování výpůjčních nákladů dluhové služby.

4.1.1 Program pro trhy s cennými papíry (SMP)

Jak již bylo řečeno, tak od konce roku 2009 se očekávání účastníků finančního trhu začala měnit a výnosy z řeckých dluhopisů se zvyšovaly. Již na počátku roku 2010 tak eurozóna čelila krizi z důvodu možného řeckého bankrotu, přičemž panovalo riziko, že by tento bankrot měl zásadní dopad na ostatní země, zejména Irsko, Portugalsko, Španělsko a Itálii. Během dubna 2010 již probíhala jednání ohledně pomoci Řecku, jehož dluhopisy se dosáhly spekulativního stupně tzv. podřadných obligací. V té době ECB čelila poměrně velkému tlaku,¹³⁷ aby souhlasila s programem kvantitativního uvolňování prostřednictvím masivních nákupů vládních dluhopisů na sekundárním trhu.¹³⁸

Problematika nezávislosti ECB v podobě politického tlaku je dobře ilustrována projevem francouzského prezidenta Sarkozyho na summitu Evropské rady v Bruselu na začátku května 2010, v rámci něhož francouzský prezident zdůrazňoval, že ECB by měla následovat FED¹³⁹ a začít nakupovat vládní dluhopisy.¹⁴⁰ Proti tomu se postavilo Německo a Holandsko, kteří se připojili k tehdejšímu prezidentu Trichetovi a odmítli takové ohrožení nezávislosti ECB.¹⁴¹ Pravdou však je, že německá kancléřka Merkelová byla o poznání diplomatictější, když Trichetovy naznačila, že „vlády očekávají, že ECB se svými kroky připojí k podpoře dalších snah o záchranu eura.“¹⁴² O pár dní později Rada guvernérů skutečně schválila program nákupu vládních dluhopisů, který následoval těsně po schválení záchranného balíčku v hodnotě 750 mld. Sám Trichet poté zdůrazňoval, že ECB přijala

¹³⁷ Politický tlak byl na ECB vyvíjen i z toho důvodu, aby uvolnila omezení pro kolaterál, za účelem přijímání řeckých dluhopisů. Na počátku května k tomu ECB skutečně přistoupila, avšak pod podmínkou utužení plánů fiskální konsolidací na základě politického řešení na evropské úrovni. (srov. Gabor 2012: 25)

¹³⁸ Viz TRAYNOR, Ian. *EU ministers agree 500bn euro fund to save euro from disaster*. [online]. theguardian.com, 10. května 2010. [cit. 2015-03-25] Dostupné z:

<<http://www.theguardian.com/business/2010/may/09/debt-crisis-european-union>>

¹³⁹ Zásadní rozdíl mezi ECB a FEDem však spočívá v tom, FED disponuje dvojitým mandátem, a to v podobě udržování měnové stability a podpory plné zaměstnanosti. Oproti tomu ECB, jak bude dále poukázáno, disponuje pouze jedním mandátem v podobě cenové stability.

¹⁴⁰ Sarkozy, podpořený širokou koalici jihoevropských států konkrétně uvedl, že Evropa čelí „osudovému víkend“, a proto by ECB měla intervenovat na finančních trzích a začít s nákupy dluhopisů problémových zemí z periferie eurozóny. Viz MARSH: *Euro: boj o osud...*, s. 313.

¹⁴¹ ESCH, Femke van, Eelke de JONG. Institutionalisation without internalisation. The cultural dimension of French-German conflicts on European Central Bank independence: The German Experience 1880-1989.

International Economics and Economic Policy [online]. 2012. [cit. 2015-03-25] Dostupné z:

<http://www.ru.nl/publish/pages/672234/seminar_8_oct_2012_ieepvanesch2012.pdf>

¹⁴² MARSH: *Euro: boj o osud...*, s. 313.

rozhodnutí o nákupu vládních dluhopisů plně nezávisle, přičemž k tomu vedly pouze měnově-politické důvody.¹⁴³ Nicméně na straně německých centrálních bankéřů dokonce panovalo podezření ohledně francouzského spiknutí. Ačkoliv Řecko již dostávalo prostředky ze záchranného fondu, tak získávalo další prostřednictvím nákupů jejich dluhopisů ECB. Spiknutí se mělo týkat toho, že se jednalo o ideální příležitost, jak se francouzské banky mohou zbavit velkého množství toxických řeckých dluhopisů.¹⁴⁴

Program pro nákup dluhopisů obsahoval několik opatření, ke kterým ECB dle oficiálního vyjádření přistoupila z důvodu „*napětí v rámci specifických tržních segmentů, které narušují fungování transmisních mechanismů měnové politiky a tudíž efektivní provádění měnové politiky orientované na cenovou stabilitu ve střednědobém horizontu.*“¹⁴⁵ Cíl této intervence tedy spočíval v nápravě selhávajících trhů s cennými papíry a obnově řádného fungování transmisního mechanismu měnové politiky.¹⁴⁶ Důvod, proč se ECB rozhodla intervenovat na trzích s vládními dluhopisy, spočíval, jak bylo poukázáno v teoretické části, v klíčové roli vládních dluhopisů při fungování transmisního mechanismu. Zásadní důležitost vládních dluhopisů pro fungování transmisního mechanismu, tak předurčila kroky ECB.

Samotný program nespécifikoval cíle ve smyslu objemu pořízených cenných papírů ani úrovně výnosů, kterých má být dosaženo. Nicméně panovalo přesvědčení, že pokud by tyto tlaky nebyly reflektovány a řešeny, mohly by následně představovat zásadní riziko pro cenovou stabilitu. Představitelé ECB opětovně zdůrazňovali, že účelem SMP není změna měnově-politického postoje.¹⁴⁷ Navíc to byla Rada guvernérů, která rozhodovala o rozsahu intervencí, přičemž tento rozsah byl determinován plněním fiskálních cílů problémových zemí.¹⁴⁸ To však má významné implikace pro nezávislost ECB a proto se na tuto oblast autor zaměří ve zhodnocení.

¹⁴³ European Central Bank. *Interview with Jean-Claude Trichet, President of the ECB, conducted by Walter Mayer and Michael Backhaus on 27 October 2011* [online] ecb.europa.eu, 27. října 2011. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111030.en.html>>

¹⁴⁴ REUTER, Wolfgang. *ECB Buying Up Greek Bonds: German Central Bankers Suspect French Intrigue.* [online] spiegel.de, 31. května, 2010. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.spiegel.de/international/europe/ecb-buying-up-greek-bonds-german-central-bankers-suspect-french-intrigue-a-697680.html>>

¹⁴⁵ Rozhodnutí Evropské centrální banky ze 14. května 2010, kterým se zavádí program pro trhy s cennými papíry. Úř. věst. L 124/8, 20. května 2010, bod 2

¹⁴⁶ Tamtéž, bod 3. Bližší důvody legitimacy přijatého opatření a péče o cenovou stabilitu viz např. DĚDEK: *Doba eura: úspěchy...*, s. 266 či COUR-THIMANN, Philippine, WINKLER, Bernhard. The ECB's non-standard monetary policy measures: The role of institutional factors and financial structure. *Oxford Review of Economic Policy*. 2013, roč. 28, č. 4, s. 774-775.

¹⁴⁷ PATTIPEILOHY: *Unconventional Monetary Policy...*, s. 17.

¹⁴⁸ Tamtéž, bod 4

Náplní tohoto programu tak bylo „*provádět intervence Eurosystemu na trzích veřejných a soukromých dluhových cenných papírů v eurozóně, jejichž cílem je zajistit hloubku a likviditu nefunkčních tržních segmentů a obnovit řádné fungování transmisního mechanismu měnové politiky.*“¹⁴⁹ ECB tak mohla v rámci programu jednak pořizovat na sekundárních trzích vhodné tržní dluhové nástroje vydané vládami či veřejnými subjekty členských států, jejichž měnou je euro a rovněž mohla nakupovat na primárních a sekundárních trzích vhodné dluhové instrumenty vydané soukromými subjekty v eurozóně.¹⁵⁰ Přijetí tohoto programu banka opírala o čl. 18 Statutu.¹⁵¹ který uvádí:

„*Pro dosažení cílů ESCB a uskutečnění jeho úkolů mohou ECB a národní centrální banky:*

- *obchodovat na finančních trzích s pohledávkami a obchodovatelnými cennými papíry znějícími na euro nebo na jiné měny a s drahými kovy formou promptních nebo termínovaných nákupů a prodejů, formou dohod o zpětném odkupu nebo formou výpůjček či půjček,*
- *provádět úvěrové operace s úvěrovými institucemi a s ostatními účastníky trhu s tím, že úvěry jsou dostatečně zajištěny.*“

Program s takto oficiálně vymezeným cílem a zaměřením je bezpochyby v souladu s čl. 18 Statutu, nicméně je potřeba brát v potaz všechny okolnosti. Pravdou zůstává, že SMP se ve srovnání například s kvantitativním uvolňováním FEDu, zaměřoval velmi úzce na stabilizaci trhů s cennými papíry.¹⁵² Program pro trh s cennými papíry se tak pokusil čelit enormnímu růstu úrokových sazeb a ECB těmito přímými intervencemi v podobě cílených nákupů podpořila trhy vládních dluhopisů problémových zemí, které stály na pokraji zhroutení. V případě SMP se oficiálně nejednalo o pomoc problémovým státům, ale o intervenci na trhu s veřejnými a soukromými cennými papíry.¹⁵³ Mělo se za to, že nedojde-li k uvolnění vážných tržních tlaků, tak dojde k neakceptovatelnému riziku pro cenovou stabilitu. Tím, že tyto nákupy probíhaly na sekundárním trhu, ECB předcházela obvinění, že provádí měnové financování. I přesto však byla patrná značná podobnost s kvantitativním uvolňováním, které však ECB zprvu zásadně odmítala. Jak bylo uvedeno v teoretické části,

¹⁴⁹ European Central Bank. *Press release 10 May 2010 - ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets* [online] ecb.europa.eu, 10. května 2010. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>>

¹⁵⁰ Rozhodnutí Evropské centrální banky ze 14. května 2010, kterým se zavádí program pro trhy s cennými papíry. Úř. věst. L 124/8, 20. května 2010, čl. 1.

¹⁵¹ Tamtéž, bod 1.

¹⁵² PATTIPEILOHY: *Unconventional Monetary Policy...*, s. 27.

¹⁵³ Tamtéž, bod 2.

tak kvantitativní uvolňování, resp. likvidita dodávaná tímto způsobem, s sebou nese riziko zvyšování inflace, nicméně předcházela námitkám ohledně možných inflačních rizik tím, že prováděné operace plně sterilizovala. Sterilizace proběhla prostřednictvím operací jemného doladění ve formě sběru vkladů s pevným termínem a formou držení do splatnosti s dobou jednoho týdne. ECB tak stahovala likviditu v hodnotě odpovídající objemu operací v rámci SMP.¹⁵⁴ To ve výsledku znamená, že veškerá aktiva pořízená v rámci tohoto opatření neměla vliv na měnovou bázi¹⁵⁵.

Program SMP aktivně probíhal od května 2010 do února 2012, a to prakticky ve dvou hlavních vlnách (viz příloha č. 4). Nejprve v průběhu května a června 2010 převzala ECB do svého portfolia dluhopisy za téměř 70 mld. EUR. Během března 2011 ECB neformálně pozastavila nákupy dluhopisů, čímž odmítla pokračovat v aktivní roli při řešení krize, očekávající politické řešení dluhové krize.¹⁵⁶ V červenci 2011 však došlo k opětovnému zintenzivnění napětí na finančních trzích, zejména z důvodu rostoucích obav ohledně zhoršení stavu veřejných financí v některých zemích eurozóny a nedostatečné implementace nápravného programu v případě Řecka, navíc spojené s vyhlídkami na restrukturalizaci řeckého státního dluhu. Finanční podmínky zpřísnily a ekonomická důvěra poklesla, což mělo za následek snížení ekonomické aktivity v eurozóně, která měla implikace pro budoucí cenovou stabilitu. Krize se navíc přesunula do Španělska a Itálie, patřících mezi největší ekonomiky eurozóny. ECB tedy v srpnu 2011 po čtyřech měsících reaktivovala SMP, aby zabránila hrozícímu riziku, že trhy s vládními dluhopisy těchto zemí selžou, což by mělo významné důsledky pro cenovou stabilitu i celou eurozónu.¹⁵⁷ V rámci této druhé masivní intervenční vlny nakoupila ECB pouze mezi srpnem a říjnem dluhopisy za více než 100 mld. EUR.

ECB za celé období nakoupila obligace v celkové hodnotě 218 mld. EUR.¹⁵⁸ Ačkoliv následný negativní vývoj znázornil limity programu a všeobecně i možností ECB při řešení situace na trzích s vládními dluhopisy bez potřebné podmíněnosti pomoci problémovým státním, tak SMP napomohl při předejití dalšímu navyšování výnosů vládních dluhopisů, zmírnění celkových dopadů ekonomiky na cenovou stabilitu a snížení rizika nákazy dalších

¹⁵⁴ Evropská centrální banka. *Výroční zpráva 2012* [online] ecb.europa.eu, 2013, s. 81. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012cs.pdf>>

¹⁵⁵ Měnová báze zahrnuje oběživo a rezervy, které představují část aktiv obchodních bank a pasiv centrální banky. Viz REVENDA(a): *Centrální bankovnictví*, s. 73-74.

¹⁵⁶ Srov. GABOR: *The Power of Collateral...*, s. 25-27.

¹⁵⁷ Srov. COUR-THIMANN, WINKLER: *The ECB's non-standard monetary...*, s. 762.

¹⁵⁸ Viz European Central Bank. *Details on securities holdings acquired under the Securities Markets Programme* [online] ecb.europa.eu, 21. února 2013. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221_1.en.html>

oslabených států.¹⁵⁹ Dle empiricky zaměřených studií měl SMP pozitivní, avšak pouze krátkodobý efekt na fungování trhů, a to prostřednictvím snížení přírážky za likviditu a snížení úrovně a volatility výnosů vládních dluhopisů (viz příloha č. 1).¹⁶⁰ Buiter a Rahbari uvádí, že omezená efektivita tohoto opatření spočívá v důrazu na nákupy na sekundárním trhu spíše než na primárním.¹⁶¹

Program pro trhy s cennými papíry však způsobil i napětí a rozpory uvnitř ECB, když se proti němu postavili někteří její členové, zejména němečtí zástupci v Radě guvernérů a Výkonné radě. Weber, prezident Bundesbank, dokonce v dubnu 2011 odstoupil ze své funkce, ačkoliv se s ním počítalo jako s nástupcem Tricheta na pozici prezidenta ECB, jehož funkční období na podzim roku 2011 končilo. Weber navíc disponoval významnou podporou ze strany německé kancléřky Merkelové i uvnitř ECB.¹⁶² Měl však výhrady zejména k aktivismu ECB v podobě programu SMP, který dle jeho názoru konstituuje určitou formu kvantitativního uvolňování.¹⁶³ Namítal, že tento krok může podkopat nezávislost ECB, jelikož je důležité striktní oddělení měnové a fiskální politiky. Navíc ho znepokojovaly výše zmíněné politické tlaky a přesvědčení, že pouze nezávislá banka může udržovat cenovou stabilitu. Kromě toho však odmítal také trvalé mechanismy na pomoc problémovým státům.¹⁶⁴ Rozkol v rámci Rady guvernérů doprovázel i následný nákup španělských a italských dluhopisů, když proti opětovným nákupům hlasoval prezident Bundesbank Weidmann, kterého v tom podporovali Stark z Výkonné rady, guvernér Nederlandsche bank Knot a guvernér lucemburské centrální banky Mersch.¹⁶⁵ Stark poté v září 2011 z osobních důvodů rezignoval,¹⁶⁶ přičemž však důvod rezignace byl dobře známý. Stark tímto způsobem vyjádřil nesouhlas s měnovou politikou ECB, včetně kroků, které se týkaly programu nákupu

¹⁵⁹ COUR-THIMANN, Philippine, WINKLER, Bernhard. The ECB's non-standard monetary policy measures: The role of institutional factors and financial structure. *Oxford Review of Economic Policy*. 2013, roč. 28, č. 4, s. 775-776.

¹⁶⁰ Srov. např. PATTIPEILOHY: *Unconventional Monetary Policy...*, s. 32 či CLAEYS, Gregory. *The (not so) Unconventional Monetary Policy of the European Central Bank since 2008*. [online]. Bruegel, 9. července 2014, s. 8. [cit. 2015-03-30]. Dostupné z: <<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/837-the-not-so-unconventional-monetary-policy-of-the-european-central-bank-since-2008/>>

¹⁶¹ Viz BUITER, RAHBARI: *The European Central Bank...*, s. 29.

¹⁶² Merkel ECB Candidate: German Central Bank Head Axel Weber Resigns. [online]. [spiegel.de](http://www.spiegel.de), 11. února 2011. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.spiegel.de/international/germany/merkel-ecb-candidate-german-central-bank-head-axel-weber-resigns-a-745083.html>>

¹⁶³ ESCH, JONG: *Institutionalisation without internalisation...*

¹⁶⁴ SHOTTER, James. *Weber agrees departure date in April* [online]. [Ft.com](http://www.ft.com), 11. února 2011. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4e388020-35f8-11e0-b67c-00144feabd0.html#axzz3VCc9wAIN>>

¹⁶⁵ MARSH: *Euro: boj o osud...*, s. 362.

¹⁶⁶ European Central Bank. *Press Release 9 September 2011 - Jürgen Stark resigns from his position* [online]. [ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu), 9. září 2011. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr110909.en.html>>

dluhopisů, se kterými nesouhlasil již při prvotním schválení, které proběhlo v květnu 2010. Stark se obával, že toto opatření může podkopat stabilitu eura a navíc narušuje nezávislost ECB, jelikož k němu dochází na příkaz politických představitelů.¹⁶⁷ To bylo v protikladu s klasickým pojetím Bundesbank a její měnovou politikou soustředící se výhradně na cenovou stabilitu. Weberův nástupce Weidmann nicméně zůstal i nadále v čele Bundesbank, avšak s nákupy vládních dluhopisů dlouhodobě nesouhlasí a poměrně ostře je kritizuje, jelikož dle jeho názoru dochází k měnovému financování, které zvyšuje inflační tlaky. Poukazuje přitom na případy německé hyperinflace z roku 1923 či vysoké inflace a politických tlaků na Banca d'Italia v 70. letech.¹⁶⁸

Z hlediska zhodnocení samotného programu SMP lze říci, že se skutečně jednalo o zásadní zvrat v politice ECB, která do té doby kategoricky odmítala financování národních vlád. Nicméně je otázkou, zda-li se skutečně jednalo financování dluhů vlád či důvod skutečně spočíval ve snížení napětí na trzích a zajištění cenové stability. Na tuto otázku se práce pokusí odpovědět ve své analytické části.

4.1.2 Přímé měnové transakce (OMTs)

Než budou představeny samotné aspekty tohoto opatření, je vhodné nastínit situaci před tím, než Rada guvernérů v září 2012 schválila zásady tohoto nového intervenčního programu. Nejprve v listopadu 2011 došlo ke změně na pozici prezidenta ECB, když Tricheta nahradil Ital Draghi, který se musel hned od počátku vypořádat jednak se stále trvajícím napětím na dluhopisových trzích¹⁶⁹ a také s enormním tlakem politických představitelů, kteří stále usilovali o to, aby ECB přistoupila k masivním nákupům vládních dluhopisů a došlo tak ke stabilizaci jejich výnosů, což by znamenalo, že vlády by získaly nějaký čas na snížení deficitů veřejných rozpočtů a revizi ekonomických opatření. Navíc by klesly výpůjční náklady a pro vlády by bylo snadnější refinancovat jejich dluhy. Nejhlasitěji se opět ozývala

¹⁶⁷ MÜLLER, Peter, PAULY, Christoph, REIERMAN, Christian. *ECB Chief Economist Quits: Jürgen Stark's Resignation Is Setback for Merkel*. [online] spiegel.de, 12. září 2011. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.spiegel.de/international/europe/ecb-chief-economist-quits-juergen-stark-s-resignation-is-setback-for-merkel-a-785668.html>>

¹⁶⁸ Viz *Bundesbank President on ECB Bond Purchases: 'Too Close to State Financing Via the Money Press'*. [online]. spiegel.de, 29. srpna 2012. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.spiegel.de/international/europe/spiegel-interview-with-bundesbank-president-jens-weidmann-a-852285.html>>

¹⁶⁹ Opět docházelo v případě některých států ke zvyšování rizikové přírážky u jejich dluhopisů, což mělo za následek, že nedocházelo k adekvátnímu přenosu měnově-politických signálů prostřednictvím změny úrokových sazeb. OMTs společně s úsilím vlád mělo zlepšit fungování transmisního mechanismu, přičemž efektivita OMTs se odvíjela od schopnosti vlád přijmout nezbytná opatření. Viz COUR-THIMANN, WINKLER: *The ECB's non-standard monetary...*, s. 767.

Francie v čele s prezidentem Sarkozym, dále italský premiér Monti a rovněž španělský premiér Zapatero.¹⁷⁰ Naproti tomu mírnila emoce německá kancléřka Merkelová, která poukazovala na to, že nelze využívat neexistujících pravomocí.¹⁷¹ Draghi také nejprve odmítal tyto masivní nákupy, a to z toho důvodu, že by rozsáhlé nákupy vládních dluhopisů porušovaly ustanovení o zákazu měnového financování, přičemž zdůrazňoval, že ECB by neměla být žádána, aby činila kroky, které nejsou v souladu s primárním právem. Draghi spíše apeloval na vlády, aby samy pokračovaly v reformním úsilí a stabilizaci rozpočtů, což povede k obnově důvěry finančních trhů.¹⁷² Tímto apeloval na posílení rozpočtové disciplíny vlád, ze kterého poté vzešel Fiskální pakt, který částečně omezuje morální hazard. Draghi namísto masivního nákupu vládních dluhopisů či navýšení SMP zvolil na přelomu let 2011 a 2012 dvě masivní LTROs¹⁷³.

Významný obrat v dosavadním postoji ECB symbolizoval dnes již legendární projev na konferenci v Londýně v červenci 2012, kde Draghi uvedl, že „v rámci svého mandátu je ECB připravena udělat cokoli pro zachování eura.“¹⁷⁴ Hodson vnímá takový obrat v politice ECB ze dvou důvodů, a to kvůli dřívější rezignaci dvou nejhlasitějších kritiků nákupu dluhopisů (Weber a Stark) a zejména kvůli Draghiho vedení, kterým rychle získal důvěru trhů zavedením masivních LTROs. Získaný manévrovací prostor Draghi plně využil při výše zmíněném projevu, přičemž efekt těchto slov, který spočíval zachování eura a celistvosti eurozóny, byl téměř okamžitý, a to v podobě snížení výnosů dluhopisů problémových zemí eurozóny.¹⁷⁵

Následně v srpnu 2012 uvedla ECB možnost přímých operací na volném trhu v rámci sekundárních trhů s vládními dluhopisy, aby zajistila patřičnou transmisi měnové politiky a

¹⁷⁰ VINOCUR, Nicholas, MACKENZIE, James. *France and Germany clash over ECB crisis role*. [online] worldaffairsjournal.org, 16. listopadu 2011. [cit. 2015-03-25] Dostupné z:

<<http://www.worldaffairsjournal.org/content/france-germany-disagree-over-ecb-role-crisis>>

¹⁷¹ MACHÁČEK, Jan. *Boj o ECB*. [online] respekt.cz, 21. listopadu. 2011. [cit. 2015-03-25] Dostupné z:

<<http://respekt.ihned.cz/c1-53742520-boj-o-ecb>>

¹⁷² BLACKSTONE, Brian, GAUTHIER-VILLARS, David. *A Euro Crisis Deal Emerges*. [online] wsj.com, 2. prosince 2011. [cit. 2015-03-25] Dostupné z:

<<http://www.wsj.com/articles/SB10001424052970204012004577071921721647802>>

¹⁷³ Faktem je, že v případě LTROs se jednalo o nepřímý nástroj na podporu dluhopisů. ECB jednala nepřímo jako LOLR pro španělskou a italskou vládu. Viz Buiter, Rahbari 2012. Předpoklad představitelů ECB, že banky v eurozóně využijí nabyté likvidity k nákupu vládních dluhopisů problémových zemí, zmiňuje i SESTER: *The ECB's Controversial...*: s. 161.

¹⁷⁴ European Central Bank. *Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London 26 July 2012* [online] ecb.europa.eu, 26. července 2012. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>>

¹⁷⁵ Srov. HODSON, Dermot. *The Eurozone in 2012: 'Whatever It Takes to Preserve the Euro'?*. *Journal of Common Market Studies*. 2013, roč. 51, s. 188.

zachovala jednotnost její měnové politiky.¹⁷⁶ Technické aspekty tohoto opatření s názvem přímé měnové transakce byly představeny v září 2012, kdy Rada guvernérů rozhodla o podmínkách provádění přímých měnových operací na sekundárních trzích vládních dluhopisů v eurozóně, přičemž odlišné stanovisko při hlasování zastával pouze guvernér Bundesbank Weidmann.¹⁷⁷ Oznámení programu se setkalo s nadšením finančních trhů, přičemž se vžilo označení „bazooka”.¹⁷⁸ Nicméně dle názoru některých ekonomů se ECB tímto krokem de facto stala věřitelem poslední instance pro vlády členských států.¹⁷⁹

ECB zdůvodňuje program přímých měnových transakcí jako rozšíření své měnové politiky, jelikož „prostřednictvím OMTs bude Eurosystem moci řešit vážné deformace na trzích státních dluhopisů. Tyto deformace vznikají především z nepodložených obav z možnosti zrušení eura, což se odráží mj. ve zvětšujících se rozdílech ocenění krátkodobého státního dluhu do července 2012.”¹⁸⁰ ECB tak prostřednictvím OMTs poskytne „plně účinný brzdny mechanismus, který má zamezit destruktivním scénářům, jejichž naplnění by mohlo přinést potenciálně vážné výzvy pro cenovou stabilitu v eurozóně.”¹⁸¹ Cílem nákupu dluhopisů mělo být pomoc snížit výnosy těchto cenných papírů a tím pádem i usnadnit financování veřejného dluhu problémových států.

Program OMTs obsahoval tyto parametry:¹⁸²

- Podmíněnost¹⁸³ – přísná a účinná podmíněnost představuje jednu ze zásadních podmínek žádosti o odkup dluhopisů problémové země. Možnost zahájení programu je dostupná pouze pro země, jež čerpají finanční prostředky z EFSF či ESM, a to v rámci komplexního programu makroekonomické konsolidace či v

¹⁷⁶ European Central Bank. *Press release 6 September 2012 - Technical features of Outright Monetary Transactions* [online] ecb.europa.eu, září 2012. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html>

¹⁷⁷ *ECB in 'panic', say former chief economist Juergen Stark*. [online] telegraph.co.uk, 22. září 2012. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/9560102/ECB-in-panic-say-former-chief-economist-Juergen-Stark.html>>

¹⁷⁸ Srov. COLLIGNON: *ECB Interventions, OMT...*, s. 5.

¹⁷⁹ Srov. GRAUWE, Paul. *The European Central Bank as Lender of Last Resort in the Government Bond Markets. CESifo Economic Studies*. 2013, roč. 59, č. 3, s. 520-535 či BUITER, RAHBARI: *The European Central Bank...*, s. 6-35.

¹⁸⁰ Evropská centrální banka. *ECB Měsíční bulletin září 2012* [online] ecb.europa.eu, 6. září 2012. s. 1. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/pub/mb/editorials/2012/html/MB1209_editorial_box_cs_OMT_12938.pdf>

¹⁸¹ Evropská centrální banka. *Měsíční bulletin září 2012* [online] ecb.europa.eu, 6. září 2012, s. 1. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/pub/mb/editorials/2012/html/MB1209_editorial_box_cs_OMT_12938.pdf>

¹⁸² European Central Bank. *Press release 6 September 2012 - Technical features of Outright Monetary Transactions* [online] ecb.europa.eu, září 2012. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html>

¹⁸³ Jedná se o další ze snah ECB, jak přimět státy k přijetí fiskálně-konsolidačních opatření.

rámci preventivního programu. Rada guvernérů má v případě tohoto programu plnou diskreci při rozhodování o aktivaci, trvání a pozastavení pro zainteresované země. Jedná však v souladu se svým pověřením v oblasti cenové stability.

- Pokrytí – program se zaměřuje na nákupy vládních dluhopisů se splatností, která činí jeden až tři roky. Nákupy se uskutečňují na sekundárních trzích a nebudou podléhat předem daným kvantitativním limitům.
- Postavení věřitele – Eurosystem přijímá rovnocenné postavení jako soukromí či jiní věřitelé s ohledem na dluhopisy vydané zeměmi eurozóny a nakoupené Eurosystemem prostřednictvím OMTs.
- Sterilizace – likvidita vytvořená programem bude v plné výši sterilizována.¹⁸⁴
- Transparence – souhrnné údaje o provedených transakcích a jejich tržní hodnotě budou publikovány jednou týdně. Členění transakcí za jednotlivé země bude uveřejňováno jednou měsíčně.
- SMP program byl s konečnou platností ukončen, přičemž získané cenné papíry, získané ECB budou drženy do splatnosti.

Aby opatření v podobě OMTs vyhovovalo článku 123, odst. 1 SFEU, tak ECB plánovala provádět nákupy pouze na sekundárním trhu. ECB ještě ujišťovala o souladu těchto transakcí se svým mandátem, když uvádí, že „jedná při rozhodování o těchto transakcích s cílem čelit rizikům pro cenovou stabilitu ve střednědobém výhledu, která vyplývají z destruktivních scénářů vývoje s potenciálně vážnými výzvami pro cenovou stabilitu v eurozóně.“¹⁸⁵ V říjnu 2012 prezident ECB Mario Draghi při projevu v EP ujistil, že „Evropská centrální banka se nemůže uchýlit k přímému financování a nemůže nahrazovat to, co členské státy eurozóny učinit měly a neučinily.[...]Je příliš snadné si myslet, že ECB může nahradit laxnost vlád, přijít a začít tisknout peníze. To se nikdy nestane.“¹⁸⁶ Draghi dále zdůrazňoval, že „cílem OMTs bylo korigovat nedenominační rizikovou prémii, která nebyla konzistentní s neodvolatelným charakterem eura a narušovala transmisní mechanismus

¹⁸⁴ Takto poskytnutá likvidita bude stahována stejným způsobem jako u SMP. Viz Evropská centrální banka. *Výroční zpráva 2012*. [online] ecb.europa.eu, 2013, s. 81. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012cs.pdf>>

¹⁸⁵ Evropská centrální banka. *Měsíční bulletin září 2012* [online] ecb.europa.eu, 6. září 2012, s. 2. [cit. 2015-03-25] Dostupné z:

<http://www.ecb.europa.eu/pub/mb/editorials/2012/html/MB1209_editorial_box_cs_OMT_12938.pdf>

¹⁸⁶ NĚMEČEK, Josef. *ECB Draghi: Tiskem peněz ECB nečinnost vlád dohánět nebude. OMT za jasných podmínek, cesty bez reform není*. [online] patria.cz, 9. října 2012. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2167138/draghi-tiskem-penez-ecb-necinnost-vlad-dohanet-nebude-omt-za-jasných-podminek-cesty-bez-reform-neni.html>>

měnové politiky. Vzhledem k tomu, že bylo třeba řešit makroekonomické nerovnováhy, aby bylo obnoveno správné fungování transmisního mechanismu měnové politiky, budou OMT aktivovány pouze v případě, že daná země bude striktně dodržovat podmínky dohodnuté v rámci programu Evropského mechanismu stability.¹⁸⁷

Tato de facto slovní intervence ECB obnovila důvěru a zmírnila napětí na finančních trzích, přičemž samotné oznámení výrazně přispělo poklesu výnosů španělský a italských dlouhodobých dluhopisů (viz příloha č. 1), aniž by byl program využit.¹⁸⁸ Intervence tak vyslala signál investorům na primárním trhu, že ECB je připravena bez předchozího omezení nakupovat dluhopisy na sekundárním trhu a došlo tak k uklidnění investorů.¹⁸⁹ Ulevilo se tak těm zemím eurozóny, které se i přes předchozí pokles měnově-politických úrokových sazeb potýkaly s rostoucími náklady na financování svého dluhu. Nicméně jak si všímá Petch, tak nelze jednoznačně říci, zda k tomu došlo kvůli tomu, že OMT snížilo vnímané riziko státního bankrotu či odchodu některého ze členů eurozóny či snížení výnosů dluhopisů výše uvedených zemí spíše reflektovalo očekávání trhů, že některý z těchto států zažádá o pomoc ECB a z EFSF/ESM.¹⁹⁰

Tento krok ECB nicméně opět kritizoval Stark, který uvedl, že tento plán kompromituje nezávislost ECB a narušuje její důvěryhodnost z hlediska udržování inflace. Navíc zpochybnil kondicionalitu OMTs, když zmínil, že v případě podmiňování odkupu dluhopisů ECB splněním určitých podmínek se již nejedná o měnovou politiku, což podkopává nezávislost centrální banky. „Pokud je transmisní mechanismus měnové politiky oslaben, tak by centrální banka měla intervenovat a neměla by být její rozhodnutí vázána na chování třetích stran.“¹⁹¹ K němu se přidal i prezident Bundesbank Weidmann, který jako jediný hlasoval proti přijetí tohoto opatření a který uvedl, že „takový nákup dluhopisů se rovná financování vlád prostřednictvím tisku bankovek.“¹⁹²

Zásadním momentem programu OMTs bylo rovněž jeho projednávání německým ústavním soudem, který považuje tento program za akt „ultra vires“, kdy ECB dle jeho

¹⁸⁷ Evropská centrální banka. *Výroční zpráva 2012*. [online] ecb.europa.eu, 2013, s. 145. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012cs.pdf>>

¹⁸⁸ Viz např. ILLING, KÖNIG: *The European Central Bank...*, s. 28.

¹⁸⁹ Srov. HOFMANN: *A Legal Analysis of...*, s. 540-541.

¹⁹⁰ PETCH, Tolek. The compatibility of Outright Monetary Transactions with EU law. *Law*. 2013, roč. 7, č. 1, s. 13.

¹⁹¹ JOHNSON, Guy, MEIER, Simone. *Stark Says Draghi's Bond Plan Compromises ECB's Independence* [online]. Bloomberg.com, 19. listopadu 2012. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.bloomberg.com/news/articles/2012-11-19/stark-says-draghi-s-bond-plan-compromises-ecb-s-independence>>

¹⁹² STEEN, Michael. Weidmann isolated as ECB plan approved. [online]. Ft.com, 6. září 2012. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3651b028-f846-11e1-b0e1-00144feabdc0.html#axzz3ViqSPx06>>

názoru porušila svůj mandát. BVerfG se tak následně vůbec poprvé obrátil na SD EU s předběžnou otázkou. Soud nicméně uvádí i svůj pohled na danou věc, přičemž je však některými autory poukazováno na slabou, resp. dokonce chybějící argumentaci soudu.¹⁹³ Nicméně je na místě uvést základní námitky soudu, dle jehož názoru program OMTs nespadá do mandátu ECB, jelikož se nejedná o opatření měnové politiky, nýbrž politiky hospodářské, za kterou zodpovídají členské státy. Navíc program nelze kvalifikovat jako podporu obecných hospodářských politik Unie v intencích čl. 127 SFEU, neboť toto opatření oslabuje podmínky pro finanční pomoc v rámci EFSF. Program dále porušuje čl. 123 SFEU, který kromě zákazu přímého nákupu vládních dluhopisů obsahuje i širší zákaz měnového financování prostřednictvím ECB. Zavedení tohoto programu nelze ospravedlňovat nápravou transmisního mechanismu, a to z toho důvodu, že každá rozpočtová krize má za následek zhoršení transmise měnové politiky, tudíž se jedná pouze o celkové pozastavení zákazu měnového financování. BVerfG k tomu však následně dodává, že pokud bude program interpretován restriktivním způsobem, tak by jeho provádění bylo v souladu s primárním právem. Restriktivní interpretace spočívá v omezení celkového objemu nákupů. (srov. Thiele 2014: 244-255)

¹⁹³ Viz např. THIELE, Alexander. Friendly or Unfriendly Act? The “Historic” Referral of the Constitutional Court to the ECJ Regarding the ECB’s OMT Program. *German Law Journal*. 2014, roč. 15, č. 2, s. 241-264 či MAYER, Franz C. Rebels Without a Cause? A Critical Analysis of the German Constitutional Court's OMT Reference. *German Law Journal*. 2014, roč. 15, č. 2, s. 111-146.

5 ZHODNOCENÍ A INTERPRETACE NEKONVENČNÍ MĚNOVÉ POLITIKY ECB

Níže analyzované články 123, 127 a 130 SFEU představují normativní rámec měnové politiky a rovněž základy pro fungování samotné měnové unie. Navíc by měly zaručovat, že měnová politika nebude zneužita pro fiskální účely.¹⁹⁴ Před samotným hodnocením je nutno si uvědomit, že EU ani ECB nedisponovaly žádnou strategií ani mechanismem, pomocí nichž by mohly dluhovou krizi v takovém rozsahu řešit.¹⁹⁵ Z toho důvodu byla ECB¹⁹⁶ nucena přistoupit k řadě nekonvenčních opatření, která se pokusila dramatický vývoj zvrátit. Lze říci, že významnou zásluhu na tom měly i níže hodnocené programy pro nákup vládních dluhopisů v podobě SMP a OMTs.

5.1 Článek 123 SFEU

Nejprve se práce zaměří na čl. 123 odst. 1 SFEU, který stanoví zákaz měnového financování. Z hlediska vztahu měnové a fiskální politiky vychází jádro čl. 123 SFEU z jednoho ze základních principů měnové unie, který spočívá v přesvědčení, že každý z členských států eurozóny by měl individuálně zodpovídat za svou fiskální politiku, přičemž na důležitost oddělení fiskální a měnové politiky bylo poukázáno v teoretické části práce. Faktem je, že primární právo EU v tomto ohledu značně omezuje manévrovací prostor ECB a neposkytuje jí takovou škálu nástrojů, kterými disponuje např. americký FED či Bank of England.¹⁹⁷ ECB tak na rozdíl od těchto centrálních bank explicitně nepřistoupila v letech 2010 až 2014 k nákupu vládních obligací, jehož účel by spočíval v poskytnutí prakticky neomezené likvidity finančním trhům a snížení dlouhodobých úrokových sazeb vládních dluhopisů (tzv. kvantitativní uvolňování). Je nicméně pravdou, že ECB nákupem dluhopisů

¹⁹⁴ Srov. PRAET, Peter. *Managing financial crises: the role of the EC*. Speech at the 40th Economics Conference of the Oesterreichische Nationalbank Vienna [online] European Central Bank, 10. května 2012. [cit. 2015-03-30]. Dostupné z: <<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120510.en.html>>

¹⁹⁵ Srov. např. DRACHE, Daniel. *The European Debt Crisis – Incremental Reform, Austerity and Institutional Failure*. World Review of Political Economy, 2014, roč. 5, vyd. 1, s. 5 či PERONI: *The Crisis of the Euro...*, s. 186.

¹⁹⁶ Dle mnohých názorů pouze ECB může zachránit společnou měnu. Viz YOWELL, Paul. *Why The ECB Cannot Save Euro*. In WOLF, Georg, HUBER, Ringe M. *Legal challenges in the global financial crisis : bail-outs, the Euro and regulation*. First Edition. Oxford: Hart Publishing Ltd., 2014, s. 108.

¹⁹⁷ Tato omezení nicméně chrání integritu bilance ECB a zabraňují narušení nezávislosti a důvěryhodnosti její měnové politiky. Viz DRUDI, Francesco, DURRÉ, Alain, MONGELLI, Francesco Paolo. *The Interplay of Economic Reforms and Monetary Policy: The Case of the Eurozone*. [online]. Working Paper Series No. 1467, září 2012, s. 16-17. [cit. 2015-03-30] Dostupné z: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1467.pdf>> Z hlediska srovnání nezávislosti a striktnosti ustanovení o půjčkách vládám, tak při srovnání s FEDem, Bank of England či Bank of Japan, je ECB v tomto ohledu nejvíce omezená. Viz RICHTER, WAHL: *The Role of the...*, s. 8-11.

začala využívat svou bilanci (viz příloha č. 3), aby ovlivnila širší finanční podmínky. Někteří z autorů uvádí, že ECB sice netiskne peníze, avšak půjčuje vládám, což vytváří obdobný efekt a zvyšuje se tak riziko inflace.¹⁹⁸ Banka naopak upozorňovala, že taková činnost může smazat hranici mezi měnovou a fiskální politikou a vyvolávat inflační účinky.¹⁹⁹

Článek 123 odst. 1 SFEU výslovně zakazuje ECB provádět „přímý“ nákup vládních dluhopisů. Z dikce článku se tak jeví, že nákupy na sekundárních trzích²⁰⁰, tedy od finančních institucí (investorů), tomuto zákazu nepodléhají, a omezení nákupů tohoto druhu obligací se vztahuje pouze na primární trh, tedy nákupy přímo od emitenta, kterým je v tomto případě členský stát eurozóny. Například Mayer k tomu uvádí, že pokud by byly zakázány i nákupy na sekundárním trhu, tak slovo „přímé“ by v tomto ustanovení nedávalo smyslu.²⁰¹

Nicméně kritici nákupu dluhopisů uvádí, že účelem tohoto ustanovení je zamezit financování dluhů vlád prostřednictvím nákupu jejich dluhopisů nejen na primárním, ale také na sekundárním trhu.²⁰² Jejich první argument odkazuje na znění Nařízení Rady ES 3603/93, které upřesňuje definici pro použití výše uvedeného zákazu, a ve kterém se mj. uvádí, že „členské státy musí přijmout vhodná opatření, aby zakazy uvedené v článku 104 Smlouvy (nyní čl. 123 SFEU, pozn. aut.) byly účinné a plně dodržovány; že zejména nesmí být využito odkupů na druhotném trhu k obcházení účelu tohoto článku.“²⁰³ Jiným typem úvěru se myslí „jakékoliv financování závazků veřejného sektoru vůči třetím osobám“ či „jakákoliv operace s veřejným sektorem, jež vede nebo může vést ke vzniku pohledávky vůči němu.“²⁰⁴

Z dikce těchto ustanovení plyne, že takové nákupy by se neměly stát formou nepřímého měnového financování problémových vlád. Zákaz je tedy v tomto případě komplexní.²⁰⁵

¹⁹⁸ Srov. např. DUNCAN, Eric. Legalizing European Central Bank Bond Purchases: How the ECB Can Protect Its Own Legitimacy And The Future Of The Euro. *George Washington International Law Review*. 2013, roč. 45, č. 1, s. 205.

¹⁹⁹ MARSH: *Euro: boj o osud...*, s. 304-305.

²⁰⁰ ECB běžně obchoduje na sekundárním trhu v rámci svých operací na volném trhu k dodávání likvidity do bankovního sektoru.

²⁰¹ Srov. MAYER: *Rebels Without a Cause?...*, s. 122.

²⁰² Srov. např. HOFMANN: *A legal analysis of...*, s. 543-544 či VAUBEL, Roland. *The Breakdown of the Rule of Law in the Euro-Crisis: Implications for the Reform of the Court of Justice of the European Union*. [online] Conference on International Law and the Rule of Law under Extreme Conditions, Travemünde Symposium on the Economic Analysis of Law, 28. dubna 2014, s. 6-7. [cit. 2015-03-19] Dostupné z: <http://minervaextremelaw.haifa.ac.il/images/Vaubel_-The_Breakdown_of_the_Rule_of_Law_in_the_EU-Crisis_28.04.14.pdf>

²⁰³ Bod 7 zřetelně NAŘÍZENÍ RADY (ES) č. 3603/93 ze dne 13. prosince 1993, kterým se upřesňují definice pro použití zákazů uvedených v člancích 104 a 104b Smlouvy. Úřední věstník L332/1, 31.12.1993.

²⁰⁴ Čl. 1 odst. 1 bod b) i a ii ²⁰⁴ NAŘÍZENÍ RADY (ES) č. 3603/93 ze dne 13. prosince 1993, kterým se upřesňují definice pro použití zákazů uvedených v člancích 104 a 104b Smlouvy. Úřední věstník L332/1, 31.12.1993.

²⁰⁵ Viz také bod 132 rozsudku SD EU ze dne 27. listopadu 2012 ve věci C-370/12 *Thomas Pringle v Ireland*.

Druhý argument vychází při interpretaci čl. 123 SFEU z Vídeňské úmluvy o smluvním právu,²⁰⁶ konkrétně čl. 31 odst. 1, který stanoví, že „*smlouva musí být vykládána v dobré víře, v souladu s obvyklým významem, který je dáván výrazům ve smlouvě v jejich celkové souvislosti, a rovněž s přihlédnutím k předmětu a účelu smlouvy.*“²⁰⁷ Z toho lze vyvodit, že pokud čl. 123 SFEU má zabránit měnovému financování, tak skutečně jsou zakázány přímé i nepřímé nákupy vládních dluhopisů. V opačném případě by docházelo k monetizaci dluhu, která by měla za následek zvyšování inflačních tlaků.

Na základě těchto skutečností lze říci, že zákaz měnového financování v tomto článku lze tak vztáhnout i na veškeré intervence na sekundárním trhu, které by mohly sloužit k obcházení daného zákazu prostřednictvím nepřímých nákupů dluhopisů za účelem pomoci zadluženým státům. Zákaz však nelze vztahovat na intervence na sekundárním trhu, které slouží specifickým měnově-politickým účelům konzistentním s primárním cílem cenové stability. Banka tak v určitých případech, jako je například uváděné narušené fungování transmisního mechanismu, může využívat nákupu vládních dluhopisů jako nástroje měnové politiky, prostřednictvím něhož může ovlivňovat úrokové sazby a tržní likviditu.²⁰⁸

Taková situace tedy skutečně v jarních měsících roku 2010 nastala, když došlo ke zvýšení napětí na některých dluhopisových trzích. Problémy v rámci tohoto segmentu finančního trhu vedly ke zvyšování výnosů desetiletých vládních dluhopisů z důvodu rostoucích obav o udržitelnost veřejných rozpočtů. V návaznosti na enormní nárůst výnosů řeckých dluhopisů (viz příloha č. 1) tak ECB přistoupila k SMP, jelikož jak již bylo řečeno, tak trhy vládních dluhopisů hrají zásadní úlohu v procesu transmise měnové politiky. Banka tak byla skutečně nucena přistoupit k přijetí programu SMP, jelikož již v květnu 2009 (viz příloha č. 2) došlo k rapidnímu snížení úrokových sazeb a tato instituce tak prakticky ztratila možnost využívat svůj základní konvenční nástroj v podobě regulace úrokových sazeb. Narůstající napětí a očekávané riziko na některých dluhopisových trzích tak následně vedlo ke skutečnému narušení transmise měnově-politických impulsů, které bylo způsobené odlišnostmi mezi měnově-politickými impulsy v podobě nízkých úrokových sazeb na jedné straně a vysokých úrokových sazeb z některých dlouhodobých dluhopisů na straně druhé. V případě snížení úrokových sazeb by při správně fungujícím transmisním mechanismu mělo dojít ke snížení úroků z vládních dluhopisů, avšak k tomu z důvodu narušeného transmisního

²⁰⁶ Srov. např. PETCH: *The compatibility of Outright...*, s. 15 či DUNCAN: *Legalizing European Central...*, s. 193-194.

²⁰⁷ Zákon č. 15/1988 Sb., o Vídeňské úmluvě o smluvním právu.

²⁰⁸ Srov. COUR-THIMANN, WINKLER: *The ECB's non-standard monetary...*, s. 767 či STEINBACH, Armin. *The Legality of European Central Bank's Sovereign Bond Purchases. The Yale Journal of International Law Online*. 2013, roč. 39, č. 4, s. 22.

mechanismu nedošlo.²⁰⁹ Nákupy dluhopisů v rámci SMP tak měly zvýšit cenu dluhopisů, která by vedla ke snížení jejich výnosů a následně i ke snížení úrokových sazeb dluhopisů, ke kterému by za normálních okolností mělo dojít v případě snížení úrokových sazeb.²¹⁰ Obdobně tomu bylo i u OMTs, nicméně v tomto případě jsou uváděny pochybnosti ohledně argumentace nefungujícím transmisním mechanismem, jelikož nebyly nastaveny žádné kvantitativní limity.²¹¹ K této námitce lze však uvést, že ECB poučená o omezený efekt na transmisní mechanismus v případě SMT skutečně byla nucena přistoupit k neomezenému nákupu dluhopisů, ke kterému však ECB uvedla, že „*bude využit pouze rozsahu nezbytném k dosažení cílu v podobě zachování cenové stability [...] a pokud jsou oprávněné z hlediska měnové politiky.*“²¹² Steinbach k tomu dodává, že legalitu daného opatření nelze nahlížet prizmatem objemu dluhopisů, mnohem vhodnější kvalitativní způsobilost nákupu dluhopisů, která spočívá v obnovení transmisního mechanismu.²¹³ Program tak zůstal opodstatněný, jelikož stále byly poškozeny kanály, prostřednictvím kterých se rozhodnutí o úrokových sazbách projevují v reálné ekonomice.

Přistoupí-li se však na argumenty kritiků, že nejde o obnovení transmisního mechanismu a jedná se o pomoc zadluženým státům, tak jádro zákazu spočívá v tom, že ECB nemůže refinancovat členské státy za výhodnějších podmínek, než jsou reálné tržní, což by mj. mělo státy nutit k dodržování fiskální disciplíny. Čl. 123 SFEU má tedy v tomto ohledu stejné intence jako čl. 125 SFEU. Je tedy nutné vycházet z toho, jestli při pořízení těchto dluhopisů ECB reflektovala momentální úvěrové riziko. Zjednodušeně řečeno, cena dluhopisů problémových zemí byla generována pod značným tlakem z důvodu averze investorů vůči riziku, což znamenalo, že tyto dluhopisy byly podhodnocené. Pokud ECB správně předpokládala, že bude cena dluhopisů následně obnovena a banka tímto způsobem v budoucnu vygeneruje zisk, nedošlo k měnovému financování.²¹⁴ V opačném případě by však skutečně došlo k porušení čl. 123 SFEU a tedy k měnovému financování, jelikož by

²⁰⁹ Diskuze nad důvody selhání transmisního mechanismu viz např. PETCH: *The compatibility of Outright...*, s. 16-17 či HELM, Leon. *The ECB's securities markets programme - An analysis of economics, law and central bank independence* [online]. College of Europe, únor 2012, s. 20-26. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <https://www.coleurope.eu/system/files_force/research-paper/helm.pdf?download=1>

²¹⁰ Srov. HELM: *The ECB's securities markets...*, s. 23-28.

²¹¹ Viz HOFMANN: *A legal analysis of...*, s. 544.

²¹² European Central Bank. *Monthly Bulletin October 2012*. [online] ecb.europa.eu, 2012, s. 8. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb201210_focus01.en.pdf>

²¹³ STEINBACH: *The Legality of European Central...*, s. 28.

²¹⁴ Nutno zmínit, že tato volnost uvážení odráží také její nezávislost.

došlo ke snížení dluhu těchto zemí.²¹⁵ Při problematice nákupu dluhopisů je třeba vycházet z toho, že ECB má pravomoc nakupovat tržní instrumenty, mezi které patří i vládní dluhopisy. Právní omezení těchto nákupů spočívá v tom, že jednak musí tyto nákupy vycházet z úkolů, které jsou ECB přisouzeny primárním právem ECB a rovněž musí být v souladu s primárním cílem.²¹⁶

Faktem je, že v případě nákupu dluhopisů banka sledovala dosažení svého primárního cíle prostřednictvím nástrojů měnové politiky, byť do své bilance přibrala riskantní aktiva. Nicméně k porušení článku 123 odst. 1 SFEU by došlo pouze v případě bankrotu problémových států či restrukturalizace jejich dluhu a nuceného odpisu části dluhu u ECB. V případě kritiky vycházející z ustanovení výše zmíněného nařízení, které uvádí, že je zakázáno poskytování úvěru, které „*může vést ke vzniku pohledávky vůči němu*“ lze namítnout, že v případě nákupů dluhopisů jedná o stejné riziko nesplacení, jako u soukromých cenných papírů, které centrální banky nakupují v rámci operací na volném trhu.²¹⁷ Z toho důvodu by banka nemohla provádět ani běžné operace na volném trhu. Navíc jak připomíná Dědek, tak rizikovost neznamená automatickou ztrátovost, a to zejména v prostředí dluhové krize. Dále uvádí, že pozice ECB je shodná s postojem, že nápravný program bude mít pozitivní efekt a cena dluhopisů stoupne.²¹⁸ Pouze pro připomenutí lze uvést, že i v obou zkoumaných případech se jednalo operace na volném trhu²¹⁹, které spadají pod režim čl. 18 Statutu. Tudíž z tohoto pohledu se taktéž jednalo o legální opatření.

Dle obou výše uvedených interpretací tak ECB při nákupu dluhopisů v rámci SMP a OMTs postupovala v souladu s čl. 123 SFEU, přičemž tento postup jí umožňuje čl. 18, odst. 1 Statutu, prostřednictvím něhož může ECB provádět operace na volném trhu za účelem měnové politiky. Jak bylo poukázáno, tak tento typ operací patří mezi základní nástroje ECB. Zjednodušeně řečeno bylo tedy cílem ECB obnovit transmisi měnově-politických impulsů do ekonomiky a cenových hladin, k čemuž, byť pouze dočasně, skutečně došlo. Je na místě ještě zmínit argument BVerfG, že čl. 123 SFEU zahrnuje široký zákaz jakéhokoliv pozitivního efektu na rozpočty členských států. S touto námitkou se však bryskně vyrovnává Thiele, který poukazuje, že nepřímé nákupy dluhopisů představují pro centrální banku nezbytný nástroj. BVerfG navíc nebere v potaz, že měnová politiky nikdy není neutrální, jelikož vždy generuje

²¹⁵ Srov. SESTER: *The ECB's Controversial...*: s. 168; BALDWIN, WYPLOCZ: *Ekonomie evropské integrace*, s. 379; STEINBACH: *The Legality of European Central...*, s. 23-25 či WEBER, FORSCHNER: *ECB: Independence at risk...*, s. 50.

²¹⁶ Srov. PETCH: *The compatibility of Outright...*, s. 13.

²¹⁷ GRAUWE: *Economics of Monetary...*, s. 122-123.

²¹⁸ DĚDEK: *Doba eura: úspěchy...*, s. 266.

²¹⁹ Konkrétně se v případě SMP jednalo o operace jemného doladění úrokových měr a tržní likvidity.

pozitivní či negativní efekt na státní rozpočty. Pokud centrální banka sleduje cíl v podobě cenové stability, tak nezáleží na tom, zda opatření za tím účelem provedená, mají pozitivní nebo negativní efekt na státní rozpočty. Tyto účinky má každé měnově-politické opatření. To tedy znamená, že dokud jsou opatření měnově-politického charakteru, tak dopad na státní rozpočty je pro centrální banku irelevantní.²²⁰ Thiele dále upozorňuje, že ECB nepůjčuje přímo daným státům peníze, jelikož pouze pořizuje dluhopisy na sekundárním trhu, což znamená, že nemá přímý vliv na finanční situaci daných států. ECB tak vydává prostředky jednotlivým investorům, nikoliv státům. ECB tak může pouze nepřímo ovlivňovat úrokové sazby daných dluhopisů.²²¹

ECB tak jednala v rámci své odpovědnosti za cenovou stabilitu, jelikož skutečně docházelo k selhávání trhu a role ECB tak byla ospravedlnitelná. Nedocházelo tak ke stírání hranice mezi měnovou a fiskální politikou, přičemž riziko v podobě inflačních tlaků bylo eliminováno sterilizačními opatřeními. Z výše uvedených důvodů se tedy jednalo o legitimní reakci ECB v rámci jejich pravomocí vymezených v čl. 127, odst. 2 SFEU. Nicméně čl. 127 SFEU je třeba zhodnotit v širších souvislostech a proto se mu věnuje další část.

5.2 Článek 127 SFEU

Výhrady ohledně těchto nákupů spočívají především v přesvědčení, že na tyto rutinní operace lze svým způsobem nahlížet jako na „tisknutí peněz“,²²² které jak bylo poukázáno, vede k proinflačním tlakům. Pokud by ECB tedy k tomuto kroku přistoupila, mohlo by to znamenat porušení čl. 127 odst. 1 SFEU, který uvádí jako primární cíl udržování cenové stability.²²³ Je tedy otázkou, zda ECB nesledovala primárně jiný cíl v podobě záchrany problémových států a případného zachování společné měny, což by mohlo ohrozit cenovou stabilitu. Na problematiku kontradikcí bylo poukázáno v teoretické části.

Nejprve je vhodné poukázat na to, že dosahování cenové stability je nelehkým úkolem, kterého je složité dosahovat i v klidných časech, jak je vidět v grafu zaměřujícím se na vývoj inflace (viz příloha č.2). Z tohoto grafu vyplývá, že ECB se za dobu své existence dařilo skutečně dosahovat vytyčeného cíle cenové stability okolo 2 % jen částečně. Problematika rizika zvyšování inflace následkem zkoumaných opatření však byla řešena

²²⁰ THIELE: *Friendly or Unfriendly Act?...*, s. 261-263.

²²¹ Tamtéž, s. 260.

²²² Srov. DĚDEK: *Doba eura: úspěchy...*, s. 265.

²²³ Srov. např. DUNCAN: *Legalizing European Central...*, s. 202-207; BALDWIN, WYPLOCZ: *Ekonomie evropské integrace*, s. 573 či STARK, JÜRGEN. The ECB's OMTs (Out-of-Mandate Transactions). *International Economy*. 2012, roč. 26, č. 4, s. 52-53.

jejich plnou sterilizací, když ECB poskytnutou likviditu bankovnímu sektoru prostřednictvím jiných operací odčerpávala zase zpět. To znamená, že množství likvidity na trhu zůstalo prakticky nezměněno, což signalizovalo odhodlanost ECB dosáhnout svému primárnímu cíli v podobě cenové stability. K tomu však např. Grauwe uvádí, že argumenty proti aktivní roli ECB spočívající v tom, že by se zvýšily inflační tlaky, jelikož se zvyšuje peněžní zásoba, postrádají reálný základ. V krizovém období se totiž vazba mezi peněžní zásobou a měnovou bází ztrácí.²²⁴

Výrazný efekt v podobě zvyšování inflace tedy nešlo pozorovat, přičemž důvody zvýšené inflace v letech 2010 a 2011 měly původ především v následcích recese a nárůstu cen některých komodit. Z grafu (viz příloha č. 2), který se zaměřuje na vývoj inflace lze vyčíst, že inflace od počátku roku 2012 klesala. Banka následně v červnu 2014 přestala s operacemi na sterilizaci SMP.²²⁵ Na spornost tohoto rozhodnutí poukazuje Claeys, který uvádí, že se tímto změnila orientace měnové politiky. Změnou tohoto klíčového parametru rozhodnutí ECB dochází k oslabování důvěryhodnosti a nejistotě ohledně ostatních dlouhodobých závazků ECB.²²⁶ Důvod tohoto kroku byl však zřejmý, nedocházelo totiž k růstu inflace, ba naopak se eurozóna propadala do deflace, tudíž ECB přerušila sterilizaci, aby podpořila dosahování vytyčeného primárního cíle.

Na základě výše uvedeného tak nelze říci, že by ECB ohrozila svůj primární cíl a že by nákup dluhopisů měl za následek zvyšování inflace. V případě OMTs by však takové zhodnocení přicházelo v úvahu až pokud by došlo k provedení daných transakcí. Thiele k tomu uvádí, že pokud je cenové stability dosaženo, je nepochybné, že opatření ECB spadala do jejího mandátu, a to i přesto, pokud jsou interpretována jako hospodářská.²²⁷

Při zkoumání problematiky nákupu dluhopisů je třeba se zaměřit i na odst. 2 čl. 127 SFEU, který byl již částečně probrán výše a který vyjmenovává úkoly ECB, mezi které především patří vymezování a provádění měnové politiky EU. Jak již bylo poukázáno, tak právní základ pro nákup dluhopisů spočívá právě v čl. 127 odst. 2 SFEU a čl. 18 odst. 1 Statutu, přičemž z hlediska procedurálního se jedná o čl. 12 odst. 1 Statutu. Například BVerfG namítá, že ECB překročila svůj mandát, jelikož nákup dluhopisů je třeba interpretovat jako hospodářskou politiku, která spadá do kompetencí členských států, a

²²⁴ Viz argumenty GRAUWE: *The European Central Bank...*, s. 522-529.

²²⁵ The ECB Stops Sterilizing Its SMP. [online] wsj.com, 5. června 2014. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <http://blogs.wsj.com/briefly/2014/06/05/the-ecb-stops-sterilizing-its-smp-at-a-glance/>

²²⁶ CLAEYS: *The (not so) Unconventional...*, s. 17.

²²⁷ Srov. THIELE: *Friendly or Unfriendly Act?...*, s. 259.

nikoliv jako politiku měnovou.²²⁸ Nicméně banka tyto kroky učinila na základě nefunkčního transmisního mechanismu, přičemž vliv na úrokové sazby dlouhodobých dluhopisů je neoddiskutovatelný. Nelze tak argumentovat ingerencí do fiskální politiky, jelikož vládní dluhopisy nedílně souvisí s fungováním transmisního mechanismu. Navíc ECB není z hospodářské politiky úplně vyjmuta, jelikož v čl. 127 odst. 1 je mj. uvedeno, že ECB podporuje obecné hospodářské politiky v Unii se záměrem přispět k dosažení cílů Unie. Aby ECB mohla vykonávat takovou činnost, tak nicméně musí zajistit, aby nebyla ohrožena cenová stabilita. Banka však právě těmito opatřeními sledovala dosažení cenové stability, tudíž její kroky, které mohly či byly interpretovány jako hospodářské, neporušovaly její mandát, pokud lze vůbec zkoumaná opatření klasifikovat jako podporu.²²⁹

Je nepochybné, že ECB z hlediska úkolů vymezených v čl. 127, odst. 1 a 2 SFEU nedisponuje takovou pravomocí, aby mohla intervenovat v oblasti fiskální politiky, která zůstává doménou států, a na níž se vztahují odlišná ustanovení. V souvislosti s problematikou kompetencí ECB obsažených v odst. 2 čl. 127 SFEU bývá uváděn i odst. 5 čl. 127 SFEU. Jak poukazuje Cour-Thimann a Winkler, tak státy mají odpovědnost nejen za fiskální politiku, ale také za finanční stabilitu, do které spadá i řešení problémů bank.²³⁰ Z hlediska relevance tohoto článku může tedy problém představovat to, že kroky ECB mohou znamenat vkročení do oblasti, v rámci níž nedisponuje potřebnou pravomocí. Pochyby nad kroky ECB umocnil zmiňovaný projev M. Draghiho v Londýně, což, jak poukazuje Yowell, znamenalo určitou revizi mandátu, který se nyní zaměřuje na finanční stabilitu a záchranu eura.²³¹ To potvrzují i Weber a Forscher, kteří zmiňují, že k primárnímu cíli vymezenému ve Smlouvách přibyl další hlavní cíl, což může vést ke konfliktu, pokud dosažení každého z cílů bude vyžadovat protichůdnou reakci. Domnívají se, že lze těžko předpokládat, že by ECB dala přednost cenové stabilitě. Důvod spočívá ve značné politické relevanci druhého cíle, čímž ECB oslabuje vlastní politickou nezávislost, ačkoliv se může zdát, že zavedení nového cíle je důkazem jejího nezávislého rozhodování.²³² Výše zmíněné vychází ze skutečnosti, že dluhová krize vytváří problémy na finančních trzích a mezi úkoly centrální banky spadá i odpovědnost za finanční stabilitu. Fragilita eurozóny vyplývající z možného rozšíření potíží v případě státního bankrotu jedné ze zemí společně s problémy bankovního systému a hlubokou recesí

²²⁸ Tamtéž, s. 257.

²²⁹ Tamtéž, s. 259.

²³⁰ COUR-THIMANN, WINKLER: *The ECB's non-standard monetary...*, s. 767.

²³¹ YOWELL: *Why The ECB Cannot...*, s. 81.

²³² WEBER, FORSCHNER: *ECB: Independence at risk...*, s. 50.

by měla za následek pokles politické podpory eura.²³³ Z toho důvodu si lze těžko představit nečinnou ECB, jde-li o ohrožení samotné podstaty eura.

Nicméně Draghiho slova nemusela automaticky znamenat rezignaci na cenovou stabilitu. Na značnou propojenost mezi oběma cíli poukazují např. Illing a König, kteří uvádí, že rozhodující faktory pro dosahování primárního cíle ECB zahrnují stabilní bankovní a finanční systém společně s fungujícím transmisním mechanismem, jelikož banka může pouze nepřímo kontrolovat úroveň cen či míru inflace. Z toho tedy vyplývá, že cenová stabilita a finanční stabilita představují komplementární cíle, jelikož fungující finanční systém napomáhá fungování transmisního mechanismu a stabilní vývoj cen má zásadní význam pro finanční sektor.²³⁴ Dluhová krize tak zvýraznila interdependenci cenové stability, finanční stability, ale i fiskální odpovědnosti.²³⁵

Z těchto důvodů lze souhlasit s tvrzením Steinbacha, který poukazuje, že tento požadavek uvedený v odst. 5 je plně kompatibilní s mandátem ECB v podobě dosahování cenové stability. Finanční stabilita totiž představuje zásadní předpoklad efektivně prováděné měnové politiky. Zkoumané kroky jsou tedy v souladu s mandátem cenové stability, ke kterému přispívá stabilita finanční. Pravdou je, že situace na trzích před přijetím daných opatření znemožňovala efektivní provádění měnové politiky konvenčními nástroji. Bylo tedy nutné situaci stabilizovat, aby mohlo být efektivně dosahováno primárního cíle. K tomu navíc v případě OMTs měla přispět jeho podmíněnost, jelikož fiskální a hospodářské reformy zajistí vhodné prostředí pro efektivní provádění měnové politiky z dlouhodobého hlediska. Odst. 5 tedy nelze interpretovat restriktivně.²³⁶ Lze se tedy důvodně domnívat, že finanční stabilita systému skutečně představuje *conditio sine qua non* pro efektivní fungování měnové politiky, jejímž prostřednictvím je dosahováno cenové stability. Nutno podotknout, že pokud by společná měna padla, tak by s tím spojené náklady výrazně převýšily náklady vynaložené na nákup dluhopisů. Navíc pokud by došlo k bankrotu některé ze zemí, tak by to výrazně ovlivnilo míru inflace či dokonce by bylo plnění tohoto cíle znemožněno. Lze tedy souhlasit s názorem, že ovlivňování jedné proměnné znamená ovlivňování dalších a proto se hranice mezi měnovou a fiskální politikou tak snadno stírají. Tím, že pro krizové období nebyla banka dle primárního práva vybavena žádnými vzorovými řešeními, tak musela chránit cenovou stabilitu i prostřednictvím zásahů v oblasti finanční stability.

²³³ Srov. BALDWIN, WYPLOCZ: *Ekonomie evropské integrace*, s. 573.

²³⁴ ILLING, KÖNIG: *The European Central Bank...*, s. 16.

²³⁵ Srov. např. DRUDI, DURRÉ, MONGELLI: *The Interplay of Economic...*, s. 17.

²³⁶ Srov. STEINBACH: *The Legality of European Central...*, s. 25-29 či HELM: *The ECB's securities markets...*, s. 41.

5.3 Článek 130 SFEU

Tento článek upravující nezávislost ECB bývá často zmiňován kvůli tomu, že ECB přijala rozhodnutí o SMP a OMTs po nepřipustném ovlivňování jednotlivými členskými státy, přičemž dle některých názorů ECB následkem toho začala suplovat fiskální politiku.²³⁷ Zkoumané kroky ECB tak vzbuzovaly pochybnosti o tom, zda byla nezávislost banky zachována. Pro připomenutí čl. 130 SFEU výslovně zakazuje jakékoliv politické tlaky či zásahy do činnosti ECB, které by mohly ohrozit efektivní dosahování cílů souvisejících s jejími úkoly. Jedná se tak o značně specifickou oblast v souvislosti s nákupem dluhopisů. Autor si je nicméně vědom, že z právního hlediska lze jen ztěžka zhodnotit, došlo-li k porušení nezávislosti ECB na základě přijetí daných opatření. Jak bylo zmíněno v teoretické části, centrální banky dostaly svoji nezávislost, aby bylo možné předcházet tlaku vlád na centrální banky za účelem financování jejich dluhů. To, že ECB explicitně vyjadřovala rezervovaný postoj k diskuzím o pomoci problémovým státům, zpočátku napomáhalo zachovávat její institucionální nezávislost.

Někteří z autorů uvádí, že rozhodnutí o nákupu dluhopisů, které souviselo s naplňováním primárního cíle, spočívá ve výhradní diskreci Rady guvernérů, což znamená, že tato rozhodnutí odrážela nezávislost ECB.²³⁸ Jak již bylo ukázáno, tak skutečně nedocházelo k přenosu měnově politických signálů do reálné ekonomiky. Byly tedy zřejmé měnově-politické důvody, jelikož stále trvalo napětí na finančních trzích. Na druhou stranu je však dojem narušené nezávislosti posilován skutečností, že rozhodnutí centrální banky o nákupu dluhopisů přicházela v době, kdy se konaly klíčové politické akce.²³⁹ Tento aspekt je nicméně obtížné zhodnotit, jelikož ECB představuje instituci, která obecně postrádá transparentnost při rozhodování. Není tak možné usoudit, zda již dopředu uvažovala ECB o těchto krocích jako o alternativě. Nicméně Hofmann poukazuje na to, že ačkoliv banka zdůrazňovala, že daná nekonvenční opatření provádí za účelem dosažení primárního cíle cenové stability, tak se však nakonec podvolila požadavkům problémových zemí a přistoupila tak k jejich podpoře.²⁴⁰ Na základě výše zhodnocených článků lze však tento argument odmítnout. Navíc si lze jen těžko představit, že by bylo možné ovlivnit drtivou většinu centrálních bankéřů v Radě guvernérů, kteří by následně rozhodovali ve prospěch pomoci problémovým zemím.

²³⁷ Srov. např. VAUBEL. *The Breakdown of the Rule...*, s. 5; DUNCAN: *Legalizing European Central...*, s. 200-203 či STARK: *The ECB's OMTs...*, s. 82-83.

²³⁸ Srov. SESTER: *The ECB's Controversial...*: s. 168 či PETCH: *The compatibility of Outright...*, s. 16.

²³⁹ Srov. VAUBEL. *The Breakdown of the Rule...*, s. 5 či DUNCAN: *Legalizing European Central...*, s. 202-203.

²⁴⁰ HOFMANN: *A legal analysis of...*, s. 541.

Další kritika, která přichází od Belke, zmiňuje, že ECB již před samotným přijetím programu překvapivě změnila svou tradiční orientaci, spočívající ve striktním oddělení odpovědnosti za měnovou a fiskální politiku, což vyvolávalo dojem, že se neřídí pouze dle trhů, ale rovněž politikou. Po zavedení se navíc ECB stala více politicky závislá. A to nejen prostřednictvím programu SMP, ale rovněž pořízením ještě většího množství dluhopisů prostřednictvím operací na volném trhu, které navíc měly nízké zajištění. Poukazuje však i na ztrácející se finanční nezávislost, jelikož v případě nesplacení dluhopisů problémovými státy bude zátěž spočívat na národních centrálních bankách.²⁴¹ Argument o zvýšené politické závislosti je skutečně relevantní. Zvýšená závislost ECB v případě SMP souvisí kromě značného tlaku politických představitelů před přijetím programu také samotné rozhodnutí ECB o zavedení SMP, které v bodě 4 uvádí, že „Rada guvernérů vzala na vědomí prohlášení vlád členských států eurozóny, že „v souladu s postupem při nadměrném schodku přijmou všechna opatření nezbytná ke splnění svých fiskálních cílů letos i v příštích letech“, i konkrétní dodatečné závazky vlád některých členských států eurozóny zaměřené na urychlení fiskální konsolidace a zajištění udržitelnosti jejich veřejných financí.“²⁴² Helm v souvislosti s tím zmiňuje, že takové propojení závazku vlád v oblasti fiskální politiky a zahájení SMP jako součástí měnově-politického opatření je diskutabilní. Byť tímto způsobem ECB upozorňovala, že se jedná pouze o dočasné a omezené opatření, které se bude odvíjet od jejich snah při provádění nezbytných kroků vedoucích ke stabilizaci veřejných rozpočtů. Toto prohlášení jednak odkazuje k nezbytnosti obnovení transmisního mechanismu, nicméně rovněž vzbuzuje dojem, že tento krok byl iniciován v kontextu příslibu daných vlád ke snižování rozpočtů. Byť prioritou zůstává obnova fungování transmisního mechanismu, tak zásadní rozpor v nezávislosti ECB spočívá v tom, že jednání banky v měnově-politické oblasti se odvíjí chování vlád členských států, přičemž banka se navíc tímto krokem propojuje s osudem daných států, jejichž dluhopisy drží. V tom spočívá riziko nepřiměřeného ovlivnění ECB členskými státy, které tak disponují určitými pákami např. v podobě hrozby bankrotu, ze kterého by pro ECB vyplývaly značné ztráty. Jedná se však v podmínkách dluhové krize o značně interdependentní vztah.²⁴³

V případě OMTs představuje hlavní sporný bod kondicionalita, která dle Vaubela není v souladu s požadavkem insitucionální nezávislosti ECB, jelikož rozhodne-li Řídící rada

²⁴¹ BELKE, Ansgar. Driven by the markets? ECB sovereign bond purchases and the securities markets programme. *Intereconomics*. 2010, roč. 45, č. 6, s. 357-358.

²⁴² Bod 4, Rozhodnutí Evropské centrální banky ze 14. května 2010, kterým se zavádí program pro trhy s cennými papíry. Úř. věst. L 124/8, 20. května 2010.

²⁴³ HELM: *The ECB's securities markets...*, s. 60-61.

EFSF či ESM o nezpůsobilosti některého ze států přijímat pomoc z těchto mechanismů, automaticky to vede k tomu, že daný stát nemůže využít ani OMTs. To ve výsledku znamená, že ECB tak vyžaduje, resp. přijímá instrukce od ministrů financí, kteří jsou členy Řídící rady. Ačkoliv program nikdy nebyl spuštěn, tak již jeho pouhé oznámení dle jeho názoru znamenalo porušení čl. 130 SFEU.²⁴⁴ To je bezpochyby validní poznámka, avšak ECB k rozhodnutí o podmíněnosti pro nákup dluhopisů přistoupila na základě vlastního uvážení. Důvod přijetí takového opatření spočívá v tom, že ECB nedisponuje pravomocemi, prostřednictvím nichž by mohla vyřešit podstatu dluhové krize. Tímto způsobem tak alespoň přispívá k obnově příznivého ekonomického prostředí, které je nezbytné pro efektivní fungování měnové politiky. ECB tak k tomu rozhodnutí dospěla nezávisle, aniž by tyto instrukce pocházely od představitelů vlád členských států. Banka navíc sama určuje, vyhovuje-li země specifikovaným podmínkám. ECB si tak zachovala nezávislost v případě podmíněnosti tím, že si ve vlastní diskreci ponechala rozhodnutí o spuštění, trvání a celkové rozhodování o nákupu dluhopisů autonomě. Podmíněnost tak představuje nezbytnou avšak dostačující podmínku pro aktivaci OMTs.²⁴⁵

Lze tedy říci, že tlak na ECB skutečně suploval přísnější fiskální politiku volnější měnovou politikou (konvenční i nekonvenční). Byť ECB nemá kompetence vyřešit podstatu dluhové krize, tak i přesto byl vyvíjen politickými představiteli značný tlak na přijetí programů pro masivní nákup dluhopisů, kterým by došlo ke zmírnění příznaků, avšak nikoliv k vyřešení podstaty. Političtí představitelé si byli dobře vědomi, že ECB je jedinou institucí v EU, která je schopna poskytovat neomezené financování vládám. Nicméně banka nechtěla situaci řešit nákupy dluhopisů, přičemž spíše tlačila různými způsoby na státy, aby přijaly opatření, která by vedla k fiskální konsolidaci. Nakonec však banka přistoupila k nákupům dluhopisů, avšak je těžko představitelné, že by byl výstup ECB nakonec jiný. Jak bylo poukázáno ve zhodnocení čl. 127 SFEU, tak finanční nestabilita a napětí na trzích, které ovlivňují fungování transmisního mechanismu, představovaly zásadní překážku pro dosahování primárního cíle ECB. Nelze tedy prakticky prokázat, že ECB podlehla politickým tlakům, byť některé její kroky minimálně nabouraly kredibilitu banky jako politicky nezávislé instituce, a to zejména z toho důvodu, že kroky ECB se odvíjí od chování či jednání vlád.

²⁴⁴ VAUBEL. *The Breakdown of the Rule...*, s. 7.

²⁴⁵ STEINBACH: *The Legality of European Central...*, s. 28-29.

6 ZÁVĚR

Předkládaná práce si kladla za cíl interpretovat a zhodnotit kontroverzní opatření ECB v podobě nákupu vládních dluhopisů z hlediska jejich souladu s primárním právem. Vedlejší cíl spočíval v poukázání na problémové aspekty těchto opatření z hlediska teoretických východisek a jejich provázání s realitou dluhové krize.

Závěry práce vychází z toho, že banka musela jednat v reakci na slabost ekonomického a právního rámce eurozóny, přičemž primární právo vůbec nepočítalo s tím, že může ke krizi dojít a tudíž neexistovala žádné řešení ani nástroje k tomuto účelu. V primárním právu nalezneme víceméně standartní řešení postavení, pravomocí a cílů činnosti ECB. Situace tak byla charakteristická celkově složitým právním a strukturálním prostředím.

ECB v průběhu krize čelila mnoha překážkám při implementaci nekonvenčních opatření, které vyplývají i ze značné asymetrie mezi koordinací měnové politiky a decentralizací fiskální politiky. Nicméně v potřebný okamžik byla ECB schopna poměrně výrazně do situace v eurozóně vstoupit, jelikož došlo nejen k ohrožení cenové stability, ale i měnové stability. Z toho důvodu mnoho pozorovatelů považuje jednání banky za příliš aktivistické. Nicméně mimořádná opatření v podobě nákupu vládních dluhopisů měla svá opodstatnění a významnou měrou přispěla ke stabilizaci finančních trhů. Banka si dlouhodobě uvědomovala hrozbu a zaměřovala se na zachování cenové a finanční stability. Ačkoliv zkoumané programy hrály měnově-politickou roli, tak nelze odmítnout tezi, že bezpochyby sloužily i k řešení dluhové krize.

Autor nicméně nenahlíží na intervence banky jako na pomoc problémovým zemím. Je pravda, že opatření ECB fungují i jako pomoc státům periferie eurozóny v nesnázích, nicméně primárně se jedná o dosahování cenové stability, která napomáhá finanční stabilitě celé eurozóny. Jak bylo poukázáno, tak vládní dluhopisy hrají zásadní roli v rámci měnové politiky a při správném fungování transmisního mechanismu, ať už jsou využívány jako kolaterál či je vlády prodávají na primárním trhu. Bylo poukázáno, že v případě daných opatření a v podmínkách krize nelze striktně oddělit měnovou a fiskální politiku, která společně s finanční stabilitou je charakteristická značnou interdependencí. Každá akce ECB tak má hospodářské implikace pro členské státy.

ECB tak byla odhodlána vstoupit na trh, k čemuž využila z hlediska měnové politiky maximální možná opatření, která primární právo EU připouští. Jak bylo poukázáno a prokázáno, tak zkoumané intervence byly v intencích měnové politiky. Rozhodovací orgány ECB prokázaly rozhodnost a profesionalitu, a dokonce by bylo možné říci, že zvládnutím

krizového období či mimořádných událostí za použití mimořádných prostředků získala samotná banka vyšší prestiž.

Z hlediska odpovědi na výzkumnou otázku lze shrnout, že ECB jednala v duchu zásady *pacta sunt servanda*. Banka si dávala velký pozor, aby se udržela v mezích svého mandátu, což se jí, byť někdy poměrně extenzivně, skutečně povedlo. K určitému napnutí jejího mandátu však došlo kvůli tomu, že primární právo nepočítá s krizovými situacemi. Za nejrelevantnější z různých výhrad, které byly uvedeny v textu, lze považovat výhrady k nezávislosti banky. Z hlediska nezávislosti byl na ECB vytvořen značný politický tlak. Nicméně nelze prokázat kauzalitu mezi rozhodnutím Rady guvernérů a tlakem na ECB kvůli masivním nákupům dluhopisů problémových zemí. Těmto spekulacím však nahrává časová souvislost. Kontroverzní je však podmíněnost programů, kdy se jednání odvíjí od jednání členských států. Jestliže bylo zmíněno, že ECB je považována za pravděpodobně nejnezávislejší centrální banku na světě, tak toto označení kvůli zmíněným výhradám ztrácí na lesku. Na druhou stranu prokázala značnou nezávislost v rámci funkční nezávislosti při volbě měnově-politických cílů nástrojů.

7 ZDROJE

7.1 Právní předpisy

Konsolidované znění Smlouvy o Evropské unii a Smlouvy o fungování Evropské unie. Úř. věst. C 326, 26. října 2012

Nařízení Rady 3603/93 ze dne 13. prosince 1993, kterým se upřesňují definice pro použití zákazů uvedených v člancích 104 a 104b Smlouvy. Úř. věst. L 332/1, 31. prosince 1993

Rozhodnutí Evropské centrální banky ze 14. května 2010, kterým se zavádí program pro trhy s cennými papíry. Úř. věst. L 124/8, 20. května 2010

Zákon č.15/1988 Sb., o Vídeňské úmluvě o smluvním právu.

7.2 Judikatura

Soudní dvůr: Rozsudek ze dne 27. listopadu 2012, *Thomas Pringle v Gouvernement of Ireland*, C-370/12

7.3 Primární zdroje

European Central Bank. *Details on securities holdings acquired under the Securities Markets Programme* [online] ecb.europa.eu, 21. února 2013. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221_1.en.html>

European Central Bank. *Interview with Jean-Claude Trichet, President of the ECB, conducted by Walter Mayer and Michael Backhaus on 27 October 2011* [online] ecb.europa.eu, 27. října 2011. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111030.en.html>>

European Central Bank. *Monthly Bulletin October 2012*. [online] ecb.europa.eu, 2012. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb201210_focus01.en.pdf>

European Central Bank. *Press release 10 May 2010 - ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets* [online] ecb.europa.eu, 10. května 2010. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>>

European Central Bank. *Press release 6 September 2012 - Technical features of Outright Monetary Transactions* [online] ecb.europa.eu, září 2012. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html>

European Central Bank. *Press Release 9 September 2011 - Jürgen Stark resigns from his position* [online] ecb.europa.eu, 9. září 2011. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr110909.en.html>>

European Central Bank. *Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London 26 July 2012* [online] ecb.europa.eu, 26.

července 2012. [cit. 2015-03-25] Dostupné z:
<<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>>

Eurosystem's instruments. [online] ecb.europa.eu. [cit. 2015-03-25] Dostupné z:
<<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/intro/html/index.en.html>>

Evropská centrální banka. *Měsíční bulletin září 2012* [online] ecb.europa.eu, 6. září 2012. [cit. 2015-03-25] Dostupné z:
<http://www.ecb.europa.eu/pub/mb/editorials/2012/html/MB1209_editorial_box_cs_OMT_12938.pdf>

Evropská centrální banka. *Výroční zpráva 2012* [online] ecb.europa.eu, 2013. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012cs.pdf>>

Generální rada. [online] ecb.europa.eu. [cit. 2015-03-25] Dostupné z:
<<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/genc/html/index.cs.html>>

Key ECB interest rates [online] ecb.europa.eu. [cit. 2015-03-25] Dostupné z:
<<https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>>

Monetary policy decisions [online] ecb.europa.eu. [cit. 2015-03-25] Dostupné z:
<<http://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html>>

Rada dohledu [online] ecb.europa.eu. [cit. 2015-03-25] Dostupné z:
<<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/ssm/html/index.cs.html>>

Rada guvernérů. [online] ecb.europa.eu. [cit. 2015-03-25] Dostupné z:
<<http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.cs.html>>

The definition of price stability [online] ecb.europa.eu. [cit. 2015-03-25] Dostupné z:
<<http://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html>>

Upisování základního kapitálu [online] ecb.europa.eu, 1. ledna 2015. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.cs.html>>

Výkonná rada [online] ecb.europa.eu. [cit. 2015-03-25] Dostupné z:
<<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/eb/html/index.cs.html>>

7.4 Sekundární zdroje

AGRAWAL, Amol. *Central Bank Independence: A major victim of the 2007 crisis* [online]. stcipd.com, 9. prosince 2010 [cit. 2015-03-30] Dostupné z:
<<http://www.stcipd.com/UserFiles/File/Central%20Bank%20Independence%20-%20A%20major%20victim%20of%20the%202007%20crisis.pdf>>

ANDRIUŠKEVIČIUTĖ, Deimantė, BALČIUNAS, Norbertas. The Monetary Policy of the European Central Bank in the Period of Sovereign Debt Crisis. *Ekonomika*, 2013, roč.. 92, vyd. 2, s. 20-31.

BALDWIN, Richard E, WYPLOSZ, Charles. *Ekonomie evropské integrace*. 4. vydání. Praha: Grada, 2013. 580 s. ISBN 9788024745688.

BELKE, Ansgar. Driven by the markets? ECB sovereign bond purchases and the securities markets programme. *Intereconomics*. 2010, roč. 45, č. 6, s. 357-363.

BERNANKE, Ben S, REINHART, Vincent. *Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates*. *American Economic Review*, 2004, roč. 94, vyd. 2, s. 85-90.

BIBOW, Jörg. *A post Keynesian perspective on the rise of Central Bank independence: A dubious success story in monetary economics*. [online]. Annandale-on-Hudson: Levy Economics Institute, Working Paper No. 625, 2010. [cit. 2015-03-30]. Dostupné z: <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_625.pdf>

BINI SMAGHI, Lorenzo. *Keynote lecture by Mr Lorenzo Bini Smaghi, Member of the Executive Board of the European Central Bank, at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, 28 April 2009c* [online]. Bank for International Settlement, 2009. [cit. 2015-03-30]. Dostupné z: <<http://www.bis.org/review/r090429e.pdf>>

BLACKSTONE, Brian, GAUTHIER-VILLARS, David. *A Euro Crisis Deal Emerges*. [online] wsj.com, 2. prosince 2011. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.wsj.com/articles/SB10001424052970204012004577071921721647802>>

BUITER, Willem, RAHBARI, Buiter. The European Central Bank as Lender of Last Resort for Sovereigns in the Eurozone. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 2012, roč. 50, č. 2, s. 6-35.

Bundesbank President on ECB Bond Purchases: 'Too Close to State Financing Via the Money Press'. [online]. spiegel.de, 29. srpna 2012. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.spiegel.de/international/europe/spiegel-interview-with-bundesbank-president-jens-weidmann-a-852285.html>>

CLAEYS, Gregory. *The (not so) Unconventional Monetary Policy of the European Central Bank since 2008*. [online]. Bruegel, 9. července 2014. [cit. 2015-03-30]. Dostupné z: <<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/837-the-not-so-unconventional-monetary-policy-of-the-european-central-bank-since-2008/>>

COLLIGNON, Stefan. *ECB Interventions, OMT and the Bankruptcy of the No-Bailout Principle*. [online]. Policy Department A: Economic and Scientific Policy, European Parliament, září 2012. [cit. 2015-03-30]. Dostupné z: <<http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201210/20121008ATT53118/20121008ATT53118EN.pdf>>

COUR-THIMANN, Philippine, WINKLER, Bernhard. The ECB's non-standard monetary policy measures: The role of institutional factors and financial structure. *Oxford Review of Economic Policy*. 2013, roč. 28, č. 4, s. 765 – 803.

DEBELLE, Guy, FISCHER, Stanley. *How Independent Should a Central Bank Be? Published in Conference on Monetary Policy in a Low Inflation Regime*. [online]. *Conference*

Series, *Federal Reserve Bank of Boston*, 1994, s. 195-225 [cit. 2015-03-30]. Dostupné z <<http://www.bostonfed.org/economic/conf/conf38/conf38f.pdf>>

DĚDEK, Oldřich. *Doba eura: úspěchy i nezdary společné evropské měny*. 1. Vyd. Praha: Linde Praha, 2014, 335 s. ISBN 978-80-7201-933-5.

DĚDEK, Oldřich. *Historie evropské měnové integrace: doba eura*. 2. Vyd. Praha: Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, 2013. 283 s. ISBN 9788086729916.

DRACHE, Daniel. *The European Debt Crisis – Incremental Reform, Austerity and Institutional Failure*. *World Review of Political Economy*, 2014, roč. 5, vyd. 1, s. 4-23.

DRUDI, Francesco, DURRÉ, Alain, MONGELLI, Francesco Paolo. *The Interplay of Economic Reforms and Monetary Policy: The Case of the Eurozone*. [online]. Working Paper Series No. 1467, září 2012. [cit. 2015-03-30] Dostupné z: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1467.pdf>>

DUNCAN, Eric. Legalizing European Central Bank Bond Purchases: How the ECB Can Protect Its Own Legitimacy And The Future Of The Euro. *George Washington International Law Review*. 2013, roč. 45, č. 1, s. 183-213.

ECB in 'panic', say former chief economist Juergen Stark. [online] telegraph.co.uk, 22. září 2012. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/9560102/ECB-in-panic-say-former-chief-economist-Juergen-Stark.html>>

EICHLER, Stefan a Kai HIELSCHER. Does the ECB act as a lender of last resort during the subprime lending crisis?: Evidence from monetary policy reaction models. *Journal of International Money and Finance*. 2012, roč. 31, č. 3, s. 552-568.

ESCH, Femke van, Eelke de JONG. Institutionalisation without internalisation. The cultural dimension of French-German conflicts on European Central Bank independence: The German Experience 1880-1989. *International Economics and Economic Policy* [online]. 2012. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <http://www.ru.nl/publish/pages/672234/seminar_8_oct_2012_ieepvanesch2012.pdf>

EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA. Evropská centrální banka. Eurosystem. Evropský systém centrálních bank. Frankfurt nad Mohanem: Evropská centrální banka, 2009. 34 s. ISBN 978-92-899-0261-8.

FIALA, Petr, SCHUBERT, Klaus. *Moderní analýza politiky*. 1. Vyd. Brno: Barrister&Principal, 2000. 170 s.

GABOR, Daniela. The Power of Collateral: The ECB and Bank Funding Strategies in Crisis. *SSRN Electronic Journal* [online]. ssrn.com, 18. května 2012. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2062315>

GOERTZ, Gary, MAHONEY James. *A tale of two cultures: qualitative and quantitative research in the social sciences*. 2. aktual. vydání. Princeton: Princeton University Press, 2012, 238 p. ISBN 978-069-1149-714.

GRAUWE, Paul de. *Economics of Monetary Union*. Ninth edition. Oxford: Oxford University Press, 2012. 269 s. ISBN 9780199605576.

GRAUWE, Paul. The European Central Bank as Lender of Last Resort in the Government Bond Markets. *CEifo Economic Studies*. 2013, roč. 59, č. 3, s. 520-535.

HELM, Leon. *The ECB's securities markets programme - An analysis of economics, law and central bank independence* [online]. College of Europe, únor 2012. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <https://www.coleurope.eu/system/files_force/research-paper/helm.pdf?download=1>

HENDL, Jan. *Kvalitativní výzkum: základní teorie, metody a aplikace*. 2. aktual. vydání. Praha: Portál, 2008. 407 s. ISBN 978-80-7367-485-4.

HODSON, Dermot. The Eurozone in 2012: 'Whatever It Takes to Preserve the Euro?'. *Journal of Common Market Studies*. 2013, roč. 51, s. 183-200.

HOFMANN, Christian. A LEGAL ANALYSIS OF THE EURO ZONE CRISIS. *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*. 2013, roč. 18, č. 3, s. 519-564

HOLMAN, Robert. *Makroekonomie: středně pokročilý kurz*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010, xiv. 424 s. ISBN 978-80-7179-861-3.

HRNČÍŘ, Miroslav. *Měnová teorie a politika*. 1. vydání. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2010. 79 s. ISBN 978-807-4080-333.

ILLING, Gerhard, KÖNIG, Philipp. The European Central Bank as Lender of Last Resort. *DIW Economic Bulletin*. 2014, roč. 4, č. 9, s. 16-28.

JOHNSON, Guy, MEIER, Simone. *Stark Says Draghi's Bond Plan Compromises ECB's Independence* [online]. bloomberg.com, 19. listopadu 2012. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.bloomberg.com/news/articles/2012-11-19/stark-says-draghi-s-bond-plan-compromises-ecb-s-independence>>

KOŘAN, Michal. Jednopřípadová studie. In DRULÁK, Petr (ed) *Jak zkoumat politiku: kvalitativní metodologie v politologii a mezinárodních vztazích*. Vyd. 1. Praha: Portál, 2008, s. 29-61. ISBN 978-807-3673-857. 2008

LANDOROVÁ, Anděla a kol. *Centrální bankovníctví*. 2. přepracované vydání. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2007. 171 s. ISBN 978-80-7372-190-9.

MACHÁČEK, Jan. *Boj o ECB*. [online] respekt.cz, 21. listopadu. 2011. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://respekt.ihned.cz/c1-53742520-boj-o-ecb>>

MARSH, David. *Euro: boj o osud nové globální měny*. 1. vyd. Brno: Centrum pro studium demokracie a kultury (CDK), 2012, 479 s. ISBN 978-80-7325-277-9.

MAYER, Franz C. Rebels Without a Cause? A Critical Analysis of the German Constitutional Court's OMT Reference. *German Law Journal*. 2014, roč. 15, č. 2, s. 111-146.

Merkel ECB Candidate: German Central Bank Head Axel Weber Resigns. [online]. spiegel.de, 11. února 2011. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.spiegel.de/international/germany/merkel-ecb-candidate-german-central-bank-head-axel-weber-resigns-a-745083.html>>

MÜLLER, Peter, PAULY, Christoph, REIERMAN, Christian. *ECB Chief Economist Quits: Jürgen Stark's Resignation Is Setback for Merkel*. [online] spiegel.de, 12. září 2011. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.spiegel.de/international/europe/ecb-chief-economist-quits-juergen-stark-s-resignation-is-setback-for-merkel-a-785668.html>>

NĚMEČEK, Josef. *ECB Draghi: Tiskem peněz ECB nečinnost vlád dohánět nebude. OMT za jasných podmínek, cesty bez reformy není*. [online] patria.cz, 9. října 2012. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2167138/draghi-tiskem-penez-ecb-necinnost-vlad-dohanet-nebude-omt-za-jasných-podminek-cesty-bez-reformy-neni.html>>

PARUSSINI, Gabriele. *Amid Europe's Crisis Talks, a Diplomatic Spat*. [online] wsj.com, 24. října 2011. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.wsj.com/articles/SB10001424052970204777904576649621542208898>>

PATTIPEILOHY, Christiaan a kol. *Unconventional Monetary Policy of the ECB during the Financial Crisis: An Assessment and New Evidence* [online]. De Nederlandsche Bank Working Paper No. 381, 28. května 2013. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2278838>

PERONI, Giulio. The Crisis of the Euro and the New Role of the European Central Bank. In WITTE, Bruno de, HÉRITIER, Adrienne, TRECHSEL, Alexander H. (eds). *The Euro Crisis and the State of European Democracy*. San Domenico: European University Institute, 2012, s.183-192.

PETCH, Tolek. The compatibility of Outright Monetary Transactions with EU law. *Law*. 2013, roč. 7, č. 1, s. 13-21.

POLOUČEK, Stanislav a kol. *Bankovníctví*. 1. vydání. Praha: C.H. Beck, 2006, xvii. 716 s. ISBN 8071794627.

PRAET, Peter. *Managing financial crises: the role of the EC*. Speech at the 40th Economics Conference of the Oesterreichische Nationalbank Vienna [online] European Central Bank, 10. května 2012. [cit. 2015-03-30]. Dostupné z: <<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120510.en.html>>

REUTER, Wolfgang. *ECB Buying Up Greek Bonds: German Central Bankers Suspect French Intrigue*. [online] spiegel.de, 31. května, 2010. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.spiegel.de/international/europe/ecb-buying-up-greek-bonds-german-central-bankers-suspect-french-intrigue-a-697680.html>>

REVENDA, Zbyněk. 2012(b). *Centrální bankovníctví*. In REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012, s. 211-268. ISBN 978-80-7261-240-6.

REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualizované vyd. Praha: Management Press, 2011(a). 558 s. ISBN 978-80-7261-230-7.

RICHTER Franziska, WAHL, Peter. *The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone* [online]. Global Marshall Plan, 2011. [cit. 2015-03-30]. Dostupné na <http://www.globalmarshallplan.org/sites/default/files/media/ecb_report_by_weed.pdf>

ŘÍCHOVÁ, Blanka. *Přehled moderních politologických teorií: [empiricko-analytický přístup v soudobé politické vědě]*. 2. vydání. Praha: Portál, 2000. 303 s. ISBN 80-736-7177-8.

SAMUELSON, Paul Anthony, NORDHAUS, William D. *Ekonomie: 18. vydání*. 1. vydání. Praha: NS Svoboda, 2007. 775 s. ISBN 978-80-205-0590-3.

SESTER, Peter. The ECB's Controversial Securities Market Programme (SMP) and its role in relation to the modified EFSF and the future ESM. *European Company*. 2012, roč. 9, č. 2, s. 156-178.

SHEPPARD, Parker. The Components of Central Bank Independence and Their Effects. *Undergraduate Economic Review*. 2008, roč. 4: vyd. 1, s. 1-52.

SHOTTER, James. *Weber agrees departure date in April* [online]. ft.com, 11. února 2011. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4e388020-35f8-11e0-b67c-00144feabdc0.html#axzz3VCc9wA1N>>

SHELLER, H. K. *Evropská centrální banka: Historie, role a funkce*. 2. vyd. Frankfurt am Main: Evropská centrální banka, 2006. ISBN 978-92-899-0212-0.

SOUSA, Pedro A.B. Independent and Accountable Central Banks and the European Central Bank. *European Integration online Papers*. [online]. 2001, roč. 5, vyd. 9, s. 1-16. [cit. 2015-03-17]. Dostupné z: <<http://eiop.or.at/eiop/pdf/2001-009.pdf>>

STAKIĆ, Nikola. The Role and Importance of ECB's Monetary Policy in the Global Economic Crisis. *Megatrend Review*. 2014, roč. 11, č. 1, s. 41-52.

STARK, JÜRGEN. The ECB's OMTs (Out-of-Mandate Transactions). *International Economy*. 2012, roč. 26, č. 4, s. 52-83.

STEEN, Michael. *Weidmann isolated as ECB plan approved*. [online]. ft.com, 6. září 2012. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3651b028-f846-11e1-b0e1-00144feabdc0.html#axzz3ViqSPxo6>>

STEINBACH, Armin. The Legality of European Central Bank's Sovereign Bond Purchases. *The Yale Journal of International Law Online*. 2013, roč. 39, č. 4, s. 15-31.

The ECB Stops Sterilizing Its SMP. [online] wsj.com, 5. června 2014. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://blogs.wsj.com/briefly/2014/06/05/the-ecb-stops-sterilizing-its-smp-at-a-glance/>>

THIELE, Alexander. Friendly or Unfriendly Act? The “Historic” Referral of the Constitutional Court to the ECJ Regarding the ECB’s OMT Program. *German Law Journal*. 2014, roč. 15, č. 2, s. 241-264.

TOMÁŠEK, Michal. *Evropské měnové právo*. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2007, 180 s. ISBN 978-807-1799-405.

TRAYNOR, Ian. *EU ministers agree 500bn euro fund to save euro from disaster*. [online]. theguardian.com, 10. května 2010. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.theguardian.com/business/2010/may/09/debt-crisis-european-union>>

VAUBEL, Roland. *The Breakdown of the Rule of Law in the Euro-Crisis: Implications for the Reform of the Court of Justice of the European Union*. [online] Conference on International Law and the Rule of Law under Extreme Conditions, Travemünde Symposium on the Economic Analysis of Law, 28. dubna 2014. [cit. 2015-03-19] Dostupné z: <http://minervaextremelaw.haifa.ac.il/images/Vaubel_-_The_Breakdown_of_the_Rule_of_Law_in_the_EU-Crisis_28.04.14.pdf>

VINOCUR, Nicholas, MACKENZIE, James. *France and Germany clash over ECB crisis role*. [online] worldaffairsjournal.org, 16. listopadu 2011. [cit. 2015-03-25] Dostupné z: <<http://www.worldaffairsjournal.org/content/france-germany-disagree-over-ecb-role-crisis>>

WEBER, Christoph, FORSCHNER, Benedikt. ECB: Independence at risk?. *Intereconomics*. 2014, roč. 49, č. 1, s. 45-50.

WINKLER, Adalbert. The ECB as Lender of Last Resort: Banks versus Governments. [online]. LSE FINANCIAL MARKETS GROUP SPECIAL PAPER SERIES No. 228, únor 2014. [cit. 2015-03-30]. Dostupné z: <<http://www.frankfurt-school.de/clicnetclm/fileDownload.do?goid=000000575799AB4>>

YOWELL, Paul. Why The ECB Cannot Save Euro. In WOLF, Georg, HUBER, Ringe M. *Legal challenges in the global financial crisis :bail-outs, the Euro and regulation*. First Edition. Oxford: Hart Publishing Ltd., 2014, s. 81-120. ISBN 9781849464390.

ZILIOLI, Chiara, SELMAYR, Martin. The constitutional status of the european central bank. *Common Market Law Review*. 2007, roč. 44, č. 2, 355 – 399.

8 SEZNAM PŘÍLOH

Příloha č. 1 – Výnosy desetiletých vládních dluhopisů vybraných zemí eurozóny

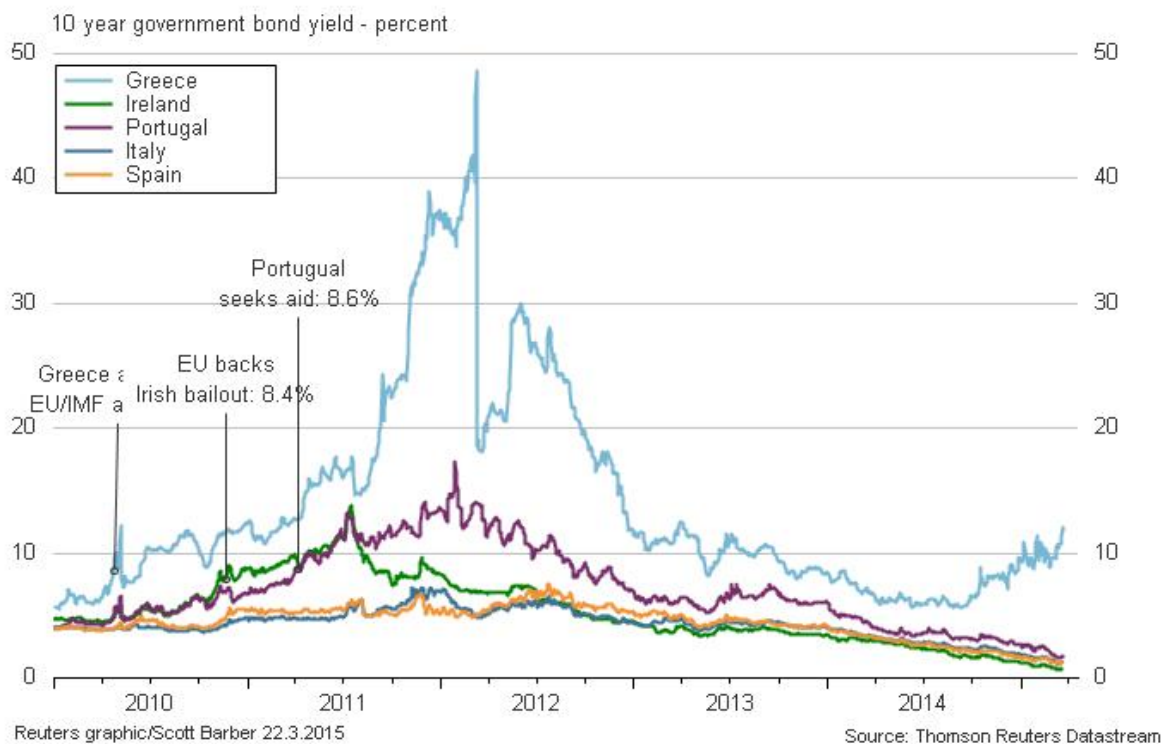
Příloha č. 2 – Vývoj inflace v eurozóně

Příloha č. 3 – Vývoj bilance účtu ECB

Příloha č. 4 - Nákupy vládních dluhopisů Evropskou centrální bankou v rámci programu SMP

Příloha č. 1 – Výnosy desetiletých vládních dluhopisů vybraných zemí eurozóny

Euro zone bond yields

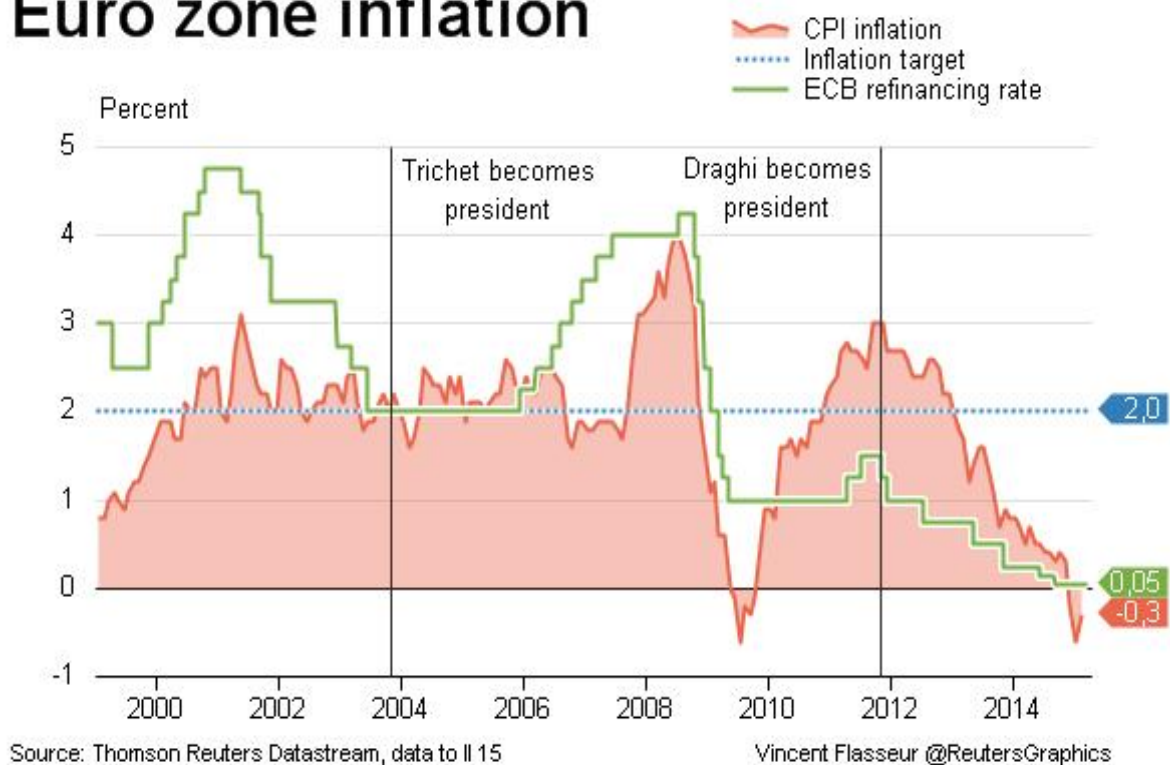


Zdroj: Thomson Reuters

Dostupné z: http://graphics.thomsonreuters.com/F/09/EUROZONE_REPORT2.html

Příloha č. 2 – Vývoj inflace v eurozóně

Euro zone inflation



Zdroj: Thomson Reuters

Dostupné z: <http://graphics.thomsonreuters.com/11/06/ECB.html>

Příloha č. 3 – Vývoj bilance účtu ECB

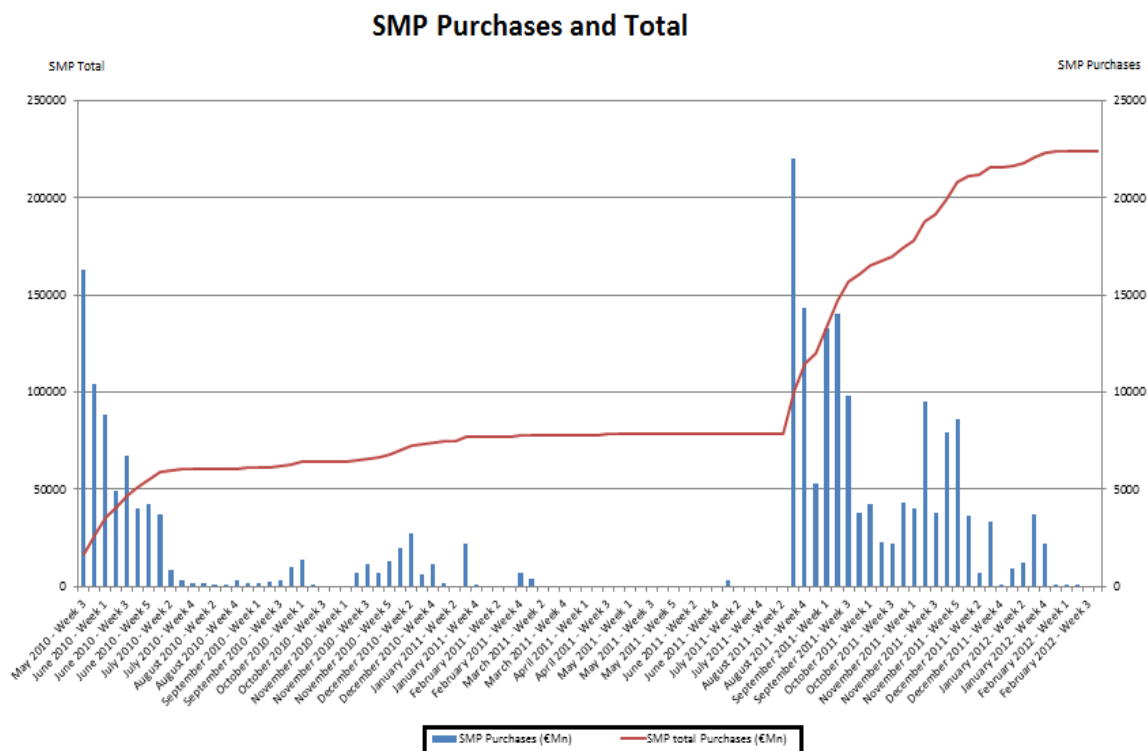
ECB balance sheet



Zdroj: Thomson Reuters

Dostupné z: <http://graphics.thomsonreuters.com/11/06/ECB.html>

Příloha č. 4 - Nákupy vládních dluhopisů Evropskou centrální bankou v rámci programu SMP



Zdroj: Place du Luxembourg

Dostupné z: <https://placeduluxembourg.wordpress.com/2012/03/02/ecb-market-intervention-the-securities-market-programme-smp/>

Abstrakt

Dluhová krize nepřináší výzvy pouze členským státům, nýbrž i Evropské centrální bance, která v rámci HMU provádí měnovou politiku. Postupná neschopnost některých členských států půjčovat si prostředky na finančních trzích ve spojitosti s výrazným napětím v rámci určitých segmentů trhu, vedla k tomu, že ECB byla nucena začít provádět nekonvenční opatření jednak za účelem dosahování svého primárního cíle v podobě cenové stability a rovněž kvůli stabilizaci situace na těchto trzích. Mezi tato opatření spadá i kontroverzní nákup vládních dluhopisů (SMP a OMTs), který vyvolává debaty ohledně legality daných opatření a mandátu ECB k provádění těchto intervencí, přičemž zpochybňována bývá i samotná nezávislost této instituce. Práce si tak klade za cíl přispět do diskuze o těchto opatřeních a posoudit jejich soulad s vybranými ustanoveními primárního práva EU. Rovněž je poukázáno na problematiku aspektů z hlediska teoretických východisek měnové politiky a jejich provázání s realitou dluhové krize. Budou tak detailně představena vybraná opatření, přičemž bude pojednáno i o jejich dopadech. Následně budou tyto kroky ECB zhodnoceny a interpretovány z hlediska vymezení jejího mandátu v primárním právu.

Abstract

The Sovereign debt crisis does not only bring challenges to the member states but also to the European Central Bank which in terms of EMU provides monetary policy. The gradual inability of some member states who borrow their resources from the financial markets, in connection with strong pressure from some market segments, led to the EBC being forced to provide unconventional policies/procedures for the purpose of reaching its primarily goal of price stability and the stabilisation of the situation in these markets. Among these measures is the controversial purchase of state bonds (SMP and OMTs), which brings on debates about the legality of tax policies and the ECB mandates for providing these interventions, questions the independence of this institution itself. The goal of this diploma is to add to the discussions about these measures and assess their harmony with chosen policies of primary EU law. Also the problematic aspects from the theoretical starting points of monetary policy are shown and their connection to the reality of the debt crises. The chosen measures will be shown in detail as well as the impacts. Subsequently the ECB steps will be evaluated and interpreted from excluding their mandate in primarily law.

Klíčová slova:

Evropská centrální banka, primární právo EU, dluhová krize, Program pro trh s cennými papíry, Přímé měnové transakce

Key words:

European Central Bank, EU Primary Law, Sovereign Debt Crisis, Securities Market Programme, Outright Monetary Transactions