

Univerzita Karlova v Praze

Právnická fakulta

Kvantitativní uvolňování

Studentská vědecká a odborná činnost

Kategorie: magisterské studium

Karel Husník, 5. ročník

2015

Konzultant: doc. JUDr. PhDr. Ilona Bažantová, CSc.

VIII. ročník SVO

estné prohlášení a souhlas s publikací práce

Prohlašuji, že jsem práci předkládanou do VIII. ročníku Studentské vědecké a odborné společnosti (SVO) vypracoval samostatně za použití literatury a zdrojů v ní uvedených. Dále prohlašuji, že práce nebyla ani jako celek, ani z podstatné části dříve publikována, obhájena jako součást bakalářské, diplomové, rigorózní nebo jiné studentské kvalifikační práce a nebyla předložena do předchozích ročníků SVO a jiné soutěže.

Souhlasím s užitím této práce rozšiřováním, rozmnožováním a sdělováním ve veřejnosti v neomezeném rozsahu pro účely publikace a prezentace PF UK, včetně užití třetími osobami.

V Praze, dne 16. 4. 2015

.....

Poděkování

Poděkuji konzultantce mé práce, doc. JUDr. PhDr. Iloně Bažantové, CSc., za její radu a pomoc, podnětné návrhy, konzultace a poskytnutou odbornou literaturu.

OBSAH

ÚVOD	4
I. POJEM „KVANTITATIVNÍ UVOLNĚNÍ“ A KRIZE	5
II. STANDARDNÍ A NESTANDARDNÍ MĚNOVÉ NÁSTROJE CENTRÁLNÍCH BANK.....	9
III. INFLACE – RIZIKO KVANTITATIVNÍHO UVOLNĚNÍ A SOUASNÝ STAV?	13
IV. PRÁVNÍ OTÁZKY POUŽÍVÁNÍ NESTANDARDNÍCH MĚNOVÝCH NÁSTROJŮ EVROPSKOU CENTRÁLNÍ BANKOU	15
ZÁVĚR	18
ZDROJE A LITERATURA	20
Resumé/anglické resume	21

ÚVOD

Na začátku roku 2015 guvernér Evropské centrální banky Mario Draghi oznámil termín zahájení kvantitativního uvolnění Evropskou centrální bankou, a to březen 2015.

Nebylo to překvapivé rozhodnutí, bylo již dopředu několikrát avizováno. Dokonce se nejedná v nové historii o první kvantitativní uvolnění, již dříve tyto nové operace prováděla japonská centrální banka, americký FED a Bank of England. Přesto je to mnový nekonvenční nástroj, který vzbuzuje různé protichůdné reakce a očekávání. Evropská centrální banka si od něj slibuje zabránit deflaci v eurozóně, ale vyvolává i obavy z inflace, nebo spouští v nákupu vládních dluhopisů centrální bankou za nově vydávané peníze. Bezprostředně po tomto oznámení se rozpoutala diskuse mezi zastánci a odpůrci devizové intervence s nepěkným množstvím ekonomických argumentů, která trvá až do současnosti.

Předkládaná práce SVO nechce hodnotit, „jak to vše dopadne a kdo má pravdu“, ale klade si za cíl popsat a zamyslet se z institucionálního, ekonomického a právního hlediska nad nestandardním mnovým politickým nástrojem centrálních bank – nad kvantitativním uvolněním.

Použiji metodu vhodnou pro tento multidisciplinární přístup, a to analýzu a komparaci, vycházet budu jak z legislativního zakotvení, tak i z dokumentů a údajů české národní banky, Evropské centrální banky, FEDu, i z odborných článků a učebnic.

Struktura práce bude následující: Nejprve se stručně zastavíme u pojmu kvantitativní uvolnění, poté analyzujeme krizové prostředí a cíle centrálních bank a jejich standardní a nestandardní mnové nástroje. Dále bude definován pojem inflace a deflace. V časové posloupnosti se stručně stručně zmíníme o výchozí situaci Japonska, USA a Velké Británie a použití mnového nástroje kvantitativního uvolnění; dále se budeme v novat právním možnostem kvantitativního uvolnění, které začala v březnu 2015 provádět Evropská centrální banka, avšak mlo již koeny v Outright Monetary Transactions (OMT).

I. POJEM „KVANTITATIVNÍ UVOLNĚNÍ“ A KRIZE

Kvantitativní uvolnění je označení nekonvenční expanzivní nové politiky prováděné centrálními bankami ve chvíli, kdy centrální banky již dále nemohou snižovat krátkodobou tržní úrokovou sazbu, neboť ta je již na „technické“ nule. Oficiální označení, které bývá používáno při popisování kvantitativního uvolnění, zní large-scale asset purchases, tedy jako rozsáhlé nákupy aktiv, nebo kvantitativní uvolnění funguje na principu rozsáhlého nákupu finančních aktiv, v USA především amerických vládních dluhopisů a takzvaných Mortgage-Backed Securities (MBS), tedy cenných papírů zajištěných hypotékou. Cílem je snížit výnos dlouhodobých amerických vládních dluhopisů a v konečném důsledku vyvolat další uvolnění podmínek na finančních trzích, které by mohlo vést k ekonomickému oživení. Očekává se¹ například snížení sazeb u hypotečních úvěrů, korporátních dluhopisů a podniků domácího a zahraničního, respektive snížení oproti hodnotám, které by jinak považovaly.

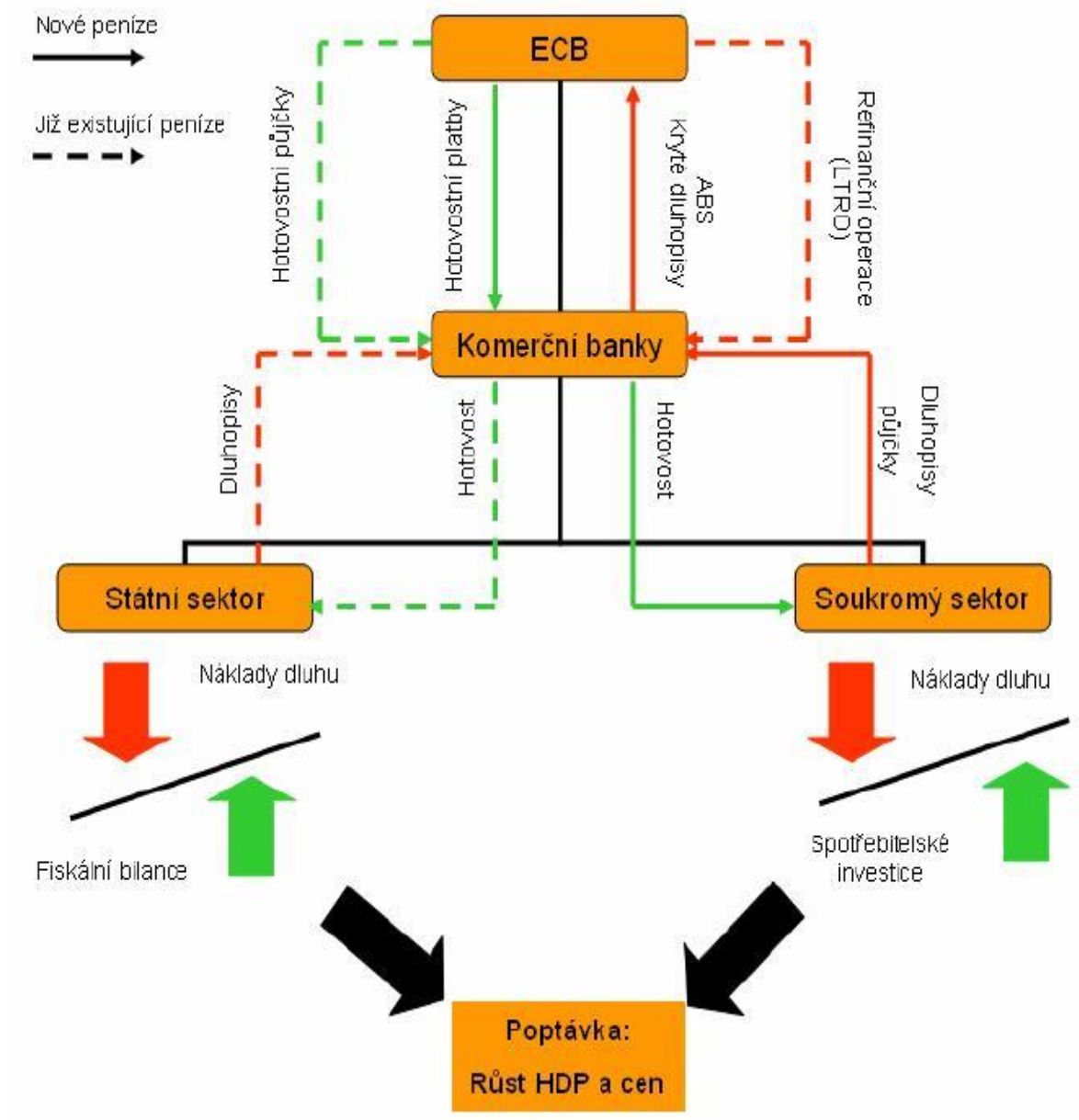
Evropská centrální banka po zájmovém zasedání 2014 oznámila nový program kvantitativního uvolnění. Jde o závazek nakupovat cenné papíry zajištěné aktivy (ABS) a kryté dluhopisy.

Cenné papíry centrální banky nakupují za nově emitované peníze.

Kvantitativní uvolnění probíhá tak, že nejprve centrální banka emituje (hotovostní i bezhotovostní) oběživo, což se v její rozvaze projeví na straně aktiv. Navazujícím krokem kvantitativního uvolnění je odkup dluhopisů nebo jiných cenných papírů centrální bankou (v rozvaze vyjáděno na straně pasiv). Centrální banka tak získává dluhopisy a komerční banka likviditu. Tu je pak možno použít na podnikatelské účely a podporu spotřebitelské poptávky. Pokud jsou centrální bankou přímo nakupovány státní dluhopisy a stát použije takto získané peníze ke krytí schodků svého rozpočtu, dochází k tzv. monetizaci dluhu. Státní dluh je pak placen nově emitovanými penězi – viz obr. 1.

¹ Board of Governors of Federal Reserve System, Maturity Extension Program and Reinvestment Policy, Frequently Asked Questions. Blíže viz www.federalreserve.gov [on-line 15. 4. 2015].

Obrázek . 1 Schéma kvantitativního uvolnění a jeho dopady na ekonomiku a peněžní toky



zdroj: <http://www.kurzy.cz/zpravy/374402-takhle-ma-fungovat-quantitativni-uvolnovani-zavadene-ecb/> [on-line 15. 4. 2015]

Požadovaný cíl kvantitativního uvolnění je uvolnit „zamrzlou“ ekonomiku (tzv. past likvidity), a to pomocí zvýšení množství peněz v ekonomice. Past likvidity může být popsána²

² Krugman, P.: It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity* 2 (Fall)1998, pp. 194–199.

jako situace, kdy je m nová politika neú inná, nebo úrokové sazby jsou již na nule. Past likvidity postihuje mezibankovní trh a trh hypoték. Mezibankovní trh hraje velmi d ležitou roli v rámci finan ního systému. Na jedné stran komer ní banky prost ednictvím tohoto trhu pe ují o svoji likviditu, kdy banky s deficitem likvidity získávají prost edky od bank s p ebytkem likvidity. Na stran druhé ada centrálních bank v rámci implementace m nové politiky prost ednictvím operací na volném trhu ovliv uje úrokovou sazbu na mezibankovním trhu. V normálním období se tak jedná o jeden z nejlikvidn jších trh , kreditní spread je relativn malý a dobrovolné rezervy jsou udržovány na nízké úrovni.³ M nová expanze, tedy zvýšení pen žní zásoby už nemá žádný vliv na výstup, peníze a jiná finan ní aktiva jsou vnímány jako perfektní substituty. K tomuto nekonven nímu nástroji centrální banky sahají obvykle v krizích. Cílem je tedy op t snížení výnosu dlouhodobých vládních dluhopis a v kone ném d sledku další uvoln ní podmínek na finan ních trzích, které by m lo vést k ekonomickému oživení. O ekává se nap íklad snížení sazeb u hypote ních úv r , korporátních dluhopis a p j ek domácnostem a podnik m, respektive snížení oproti hodnotám, které by jinak p evažovaly.

Finan ní a dluhová krize

Termín kvantitativní uvol ování byl poprvé použit v **Japonsku** na za átku milénia. Tato politika byla v Japonsku uplat ována po prasknutí akciových a realitních bublin v 80. letech minulého století. Japonsko se v devadesátých letech dvacátého století se dostalo do tzv. defla ní pasti – dlouhého období recese spojeného s deflací. Bank of Japan v reakci na tento vývoj snížila svoji hlavní úrokovou sazbu na nulu.⁴ V roce 2001–2006 pak p istoupila ke kvantitativnímu uvol ování.

Finan ní krize 2007–2010 v **USA** byla spojena s hypoté ní krizí. Podle Sekni ky⁵ byly hlavní p í iny vzniku a ší ení krize následující:

- Politika agentur Fannie Mae a Freddie Mac. V roce 2008 ob agentury nakoupily od hypote ních bank více jak 50 % problémových hypoté ních úv r , které byly poskytnuty p edevším nízkop íjmovým skupinám obyvatel, ale chyb la p ísn jší regulace innosti agentur. Navíc státem poskytnutá privilegia, zejména da ová, zdeformovala realitní trh a ohrozila funkceschopnost celého finan ního trhu.

³ Blíže viz <http://www.investopedia.com/terms/c/creditspread.asp>. [on-line 15. 4. 2015].

⁴ Krugman, P., Dominquez, K., Rogoff, K.: It's Baaack: Japan's Slum pand the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1998, No. 2 (1998), pp. 137-205.

⁵ Sekni ka, P.: Obecn o rizicích a regulaci finan ních trh . In Kol. autor (Bažantová, I., ed.): *Ekonomie regulace: Lekce z globální finan ní krize*. Praha: V. Lelek, 2010, s. 29-32.

- Rozvolnění úvěrových standardů hypotečních bank, zvýšení rozsahu subprimových, tzv. nestandardních hypoték (zavedení speciálního úvěrového produktu non recourse mortgages).
- Obecná podpora spekulací ze strany státních institucí.
- Nízké úrokové sazby a politická podpora soukromého bydlení – hospodářský růst v USA byl v letech 1999–2001 ukončen splasknutím tzv. internetové bubliny a FED ve snaze oživit ekonomický růst využil expanzivní novou politiku ve formě nízkých úrokových sazeb, které klesly na nejnižší úroveň v prosinci 2003, kdy úroková sazba H15 (Federal funds) činila pouhých 0,98 %. Poté začal mírný růst až do roku 2004, a prudší nárůst v letech 2005 až 2007, kdy sazba činila více jak 5 %.
- Vznik a používání speciálního druhu investičních nástrojů CDO a CDS (obchodní banky z důvodu plnění regulačních kritérií centrální banky potřebovaly zlepšit strukturu bilance, a tak vznikl prostotou pro speciální typ investičních nástrojů CDO a CDS. Prostřednictvím těchto instrumentů se umožnilo přesunout úvěrové riziko na další subjekty).

Americká centrální banka (FED) se rozhodla bojovat s nastalou krizí pomocí expanzivní nově politiky. Nákupy aktiv zvýšily účetní bilanci FEDu. Po dvou kolech kvantitativního uvolnění se bilance americké centrální banky zvýšila skoro na trojnásobek a dosáhla cca 2,85 bilionu dolarů.⁶ FED ukončil toto kolo kvantitativního uvolnění na konci října 2014, které nafouklo jeho rozvahu o 1,66 bilionu dolarů na více než 4,5 bilionu dolarů.⁷ I přes ukončení nákupu dluhopisů, které byly hlavním nástrojem nestandardního kvantitativního uvolnění, má nová politika FEDu nadále daleko do normálního stavu. Základní úroková sazba zůstává od prosince 2008 velmi nízká a rozvaha FEDu se kvůli nákupu dluhopisů zvýšila na více než čtyři biliony dolarů, což je osminásobek úrovně před krizí.

Finanční a úvěrová krize se v roce 2009/2010 v **Evropě** proměnila v krizi fiskální a dluhovou. Ke kvantitativnímu uvolnění přistoupila **Velká Británie** v roce 2009.

V létě 2012 vyvolaly pochybnosti investorů o životaschopnosti jednotné evropské měny růst rizikových přírážek u státních dluhopisů těchto států, a tím i kritickou finanční situaci. Tato výjimečná situace ohrozila životaschopnost nově politiky, kterou je pověřena Evropská centrální banka. Prostřednictvím tiskové zprávy zveřejněné dne 6. září 2012 oznámila ECB schválení programu nákupu státních dluhopisů států eurozóny („Outright

⁶ Více na http://zpravy.e15.cz/zahranicni/ekonomika/jak-vlastne-funguje-to-slavne-quantitativni-uvolnovani-914790#utm_medium=selfpromo&utm_source=e15&utm_campaign=copylinkFED

⁷ Viz www.investicniweb.cz/zpravy-z-trhu/2014/10/29/fed-zasedani-rijen-2014 [on-line 15. 4. 2015].

Monetary Transactions“: p ímé m nové transakce, tzv. „program OMT“). Zde se poprvé projevilo to, že vedle ekonomických otázek je „evropsko-unijní“ kvantitativní uvol ování i otázkou právního postavení ECB a dodržování Statutu ECB.

V prvním tvrtletí roku 2015 se Evropská centrální banka rozhodla taktéž zavést a uplat ovat kvantitativní uvol ování. Evropská centrální banka plánuje objem kvantitativního uvol ování ve výši 1,1 billionu Eur.⁸ Plán spustit kvantitativní uvol ování od b ezna 2015 oznámil Mario Draghi na tiskové konferenci 22. ledna 2015. U ásti odborník vzbudila p ekvapení podoba programu, resp. objem nakupovaných dluhopis , který je v tší, než se o ekávalo (p edpokládaný objem je cca 60 mld. euro za m síc).⁹

II. STANDARDNÍ A NESTANDARDNÍ M NOVÉ NÁSTROJE CENTRÁLNÍCH BANK

V evropských ekonomikách (a ve v tšin vysp lých ekonomik) se používá obecn *cílování* jako st edn dobý nástroj, využívající prognózy dané veli iny. Bankovní rada p i svém rozhodování hodnotí nejnov jší vývoj, tak jak ho p edvídala a vyhodnocuje rizika plynoucí z nepln ní svých cíl vyplývajících z prognózy. Po zhodnocení následuje hlasování, zda dojde ke zm n v nastavení m nov politických nástroj .¹⁰

Obecn lze rozlišit režimy:

– **Režim s implicitní nominální kotvou** (spo ívá v cílování ur íté veli iny p íjaté intern v rámci centrální banky, aniž by došlo k jejímu explicitnímu vyhlášení. P edpokladem pro úsp šné fungování tohoto režimu je vysoká d v ryhodnost centrální banky, jež umožní dosažení žádoucích zm n inflace nebo jiné veli iny a jejich o ekávání i bez explicitních cíl .

– **Cílování m nové zásoby** (pozornost se soust e uje na tempo r stu zvoleného pen žního agregátu. Vychází se zde z poznatku, že r st cen je v dlouhodobém horizontu ovliv ován vývojem pen žní nabídky. Otázkou je ovšem samotná volba pen žního agregátu

⁸ Kvantitativní uvol ování, co p ínese evropskému spot ebiteli? Britské listy, In <http://www.blisty.cz/art/76718.html> [6. 3. 2015].

⁹ Dle Finan ní a ekonomické informace. Dokumenta ní Bulletin MF, únor 2015.

¹⁰ Blíže viz nap . http://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html [on-line 15. 4. 2015].

vhodného k cílování. V dob finan ních inovací, elektronizace a globalizace trh se vazba mezi pen žními agregáty a cenovou hladinou rozvol uje. Centrální banka dále nemusí být schopna vybraný pen žní agregát ídit s dostate nou p esností).

– **Cílování m nového kurzu** (v režimu cílování m nového kurzu se centrální banka snaží prost ednictvím zm n úrokových sazeb a p ímých devizových intervencí zajistit stabilitu nominálního m nového kurzu v í m n tzv. kotevní zem , a tak z této zem „importovat“ cenovou stabilitu. K udržení závazku daného m nového kurzu je nutná vhodná kombinace hospodá ských politik zajiš ující nízký infla ní diferenciál v í kotevní zemi, dostate né devizové rezervy, udržení konkurenceschopnosti a celkové d v ryhodnosti zem v etn jejího institucionálního a právního rámce a politické stability. Jednou z hlavních nevýhod tohoto režimu je ztráta autonomie m nové politiky.

– **Cílování inflace** (p í cílování inflace centrální banka s jistým p edstihem ve ejn vyhlásí infla ní cíl (í posloupnost cíl), o jehož dosažení bude usilovat. Jedná se o aktivní a p ímé formování infla ních o ekávání. Tento režim m že zahrnout do svého rozhodovacího schématu podstatn v tší množství informací než jen m nový kurz nebo pen žní agregáty, nap . také trh práce, dovozní ceny, ceny výrobc , mezeru výstupu, nominální a reálné úrokové sazby, nominální a reálný m nový kurz, hospoda ení ve ejných rozpo t apod.

Po zacílení dané veli iny (samoz ejm v souladu s platným legislativním zakotvením hlavního cíle dané centrální banky) se p istupuje k použití tzv. m nov politických nástroj .

A. Základní standardní m nov politické nástroje, které jsou v kontinentální Evrop typické, jsou následující:¹¹

1. Operace na volném trhu

Usm r ují vývoj úrokových sazeb v hospodá ství a ovliv ují množství pen z v ob hu v r zných formách likvidity (tedy tzv. m novou bází v jednotlivých agregátech). Provád ny jsou v tšinou ve form stahovacích í dodávacích operací, v R se používá název „repo operace“ podle názvu hlavní úrokové sazby; v ostatních evropských zemích se v tšinou v dokumentech centrálních bank používá název „hlavní úroková sazba“.

a) (Repo) operace jako hlavní m nový nástroj: operace je provád ná formou tendr . P í t chto operacích centrální banka p íjímá od ostatních bank p ebyte nou likviditu a bankám

¹¹ Blíže pro eskou republiku viz http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/index.html [online 15. 4. 2015]. Je zajímavé, že tyto nástroje má NB na svých stránkách jako m nov politické nástroje ur ené k dosahování infla ního cíle, zatímco finan ní právo (nap . Bakeš, M., Karfíková, M., Kotáb, P., Marková, H.: *Finan ní právo*. 6. upr. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, s. 375 an.) je definuje jako nástroje devizové politiky nebo devizové regulace.

poskytuje kolaterál (zajištění) ve formě cenných papírů. Oba subjekty se zavazují, že po uplynutí lhůty splatnosti proběhne reverzní transakce. Při ní centrální banka v postavení dlužníka vrátí věřiteli, jímž je banka, která jí poskytla přebytkovou likviditu, tuto jistinu zpět. Ta je zvýšena o stanovený dohodnutý úrok. Banka je povinna vrátit centrální bance zpět zapůjčený kolaterál. Pokud je doba těchto operací stanovena na 14 dní, je tato politika stanovena jako dvoutýdenní (repo) sazba (v ČR 2T repo sazba).

Podle potřeby odpovědi vývoje likvidity bankovního sektoru mohou být prováděny i repo operace s kratší dobou splatnosti, než je stanovených 14 dní.

Repo operace slouží hlavně k oděrpávání přebytkové likvidity v bankovním sektoru. Vyhlášená dvoutýdenní (repo) sazba je limitní maximální sazba, tedy vlastně úročení, kterým mohou být banky v obchodu vyplaceny. Nabídky banky jsou vypořádány tak, že centrální banka předsnostně uspokojí nabídky s nejnižší úrokovou sazbou. To vše do výše odpovědaného přebytku likvidity pro stávající den.

b) Doplnkový nový nástroj: mže se jednat o vícemístní tendr (v ČR tím místní repo tendr).

c) Nástroje jemného ladění: Jedná se o operace s cennými papíry a devizové operace. Jsou používány ad hoc většinou v situaci neekvaných krátkodobých změn v likviditě trhu, pokud dojde k ohrožení stability vývoje úrokových sazeb. Použití těchto nástrojů je méně časté, podle způsobu použití nebo časového aspektu je lze zařadit i do nestandardních nových nástrojů.

2. Automatické facility

Jsou nástrojem, který slouží k poskytnutí nebo uložení likvidity přes noc. Jedná se o stálou možnost ukládání, nebo zapůjčení peněz. Úrokové sazby vytvářejí u těchto dvou facility koridor pro pohyb krátkodobých sazeb a 2T repo sazby na peněžním trhu. Automatické facility se dělí na depozitní facility a marginální zápočetní facility.

a) Depozitní facility: Umožňuje bankám uložení přebytkové likvidity přes noc u centrální banky. Tato likvidita je bez zajištění. Přístup do depozitní likvidity je pro banky nárokový. Depozita jsou úročena diskontní sazbou, která představuje dolní hranici pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu.

b) Marginální zápočetní facility: poskytuje bankám, které mají rámcovou (repo) smlouvu s centrální bankou, možnost zapůjčit si přes noc formou repo operace likviditu.

3. Mimo ádné facility

Jedná se o mimo ádné dodávací repo operace s dobou splatnosti dva týdny a t i m síce. Cílem je podpo it fungování trhu se státními dluhopisy. Tento nástroj lze zahrnout i pod nestandardní m nové nástroje, závisí na zp sobu a asu použití.

4. Stanovení povinných minimálních rezerv

Stanovení povinných minimálních rezerv (PMR) je jedním z hlavních nástroj m nové politiky. Centrální banka jejich prost ednictvím ovliv uje objem volných prost edk v bankovním systému. U nás se díky p ebytku likvidity tohoto nástroje tolik nevyužívá a slouží hlavn ě jako rezerva prost edk pro snadný pr b h platebního styku mezi bankami. Využití PMR v praxi zahrnuje n kolik oblastí (nap . sazba, udržovací období). Tyto parametry se m ůžou voln ě m ěnit v závislosti na zm ěnách situace v bankovním systému.

5. Devizové intervence

Jedná se o nákupy nebo prodeje cizích m ěn za domácí m ěnu. Provádí je domácí centrální banka. Cílem je tlumení volatility na devizovém trhu, nebo uvoln ění, i zp ísn ění m nové politiky, i když podle ěské národní banky „Devizové intervence nejsou v režimu cílování inflace b ůžn ě používaným nástrojem.“¹² K cílování režimu inflace se spíše používají jiné nástroje, a to zejména úrokové sazby. Proto je možné devizové intervence adit i do mimo ádných, nestandardních nástroj .

V USA pro napl ování m nové politiky má americký FED t i hlavní standardní m nové nástroje,¹³ a síce:

- operace na volném trhu (Open Market Operations),
- stanovení diskontní sazby (The Discount Rate),
- požadavky na rezervy (Reserve Requirements).

B. Nestandardní (expanzivní) m nová politika m ůže být realizována r znými zp soby:

1. zmírn ěním podmínek, za kterých centrální banka p ěj uje bankám,
2. rozší ění skupin aktiv, které je centrální banka ochotná nakupovat,
3. zm ěk ění úv ěr poskytnutých bankovnímu sektoru, krytých podnikovými dluhopisy, sm nkami, atp.,

¹² Viz http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/index.html [on line 15. 4. 2015].

¹³ Blíže viz <http://www.federalreserve.gov/> [on line 15. 4. 2015].

4. rozšíření subjektů, se kterými centrální banka obchoduje,
5. nákup zahraničních aktiv, vytvářející novou likviditu a mající dopad na oslabění měny,
6. podřízení nové politiky vlád, jako je centrální bankou financovaná fiskální expanze (nákupy státních dluhopisů na primárním trhu).
7. kvantitativní uvolnění.

III. INFLACE – RIZIKO KVANTITATIVNÍHO UVOLNĚNÍ A SOUASNÝ STAV?

Podle ustálené ekonomické teorie, dochází-li v národním hospodářství k růstu cenové hladiny po delší časové období, je tento vývoj označován jako inflace, opačná situace, kdy cenová hladina delší období klesá, jako deflace.¹⁴

Podle české národní banky „Inflace je obvykle chápána jako opakovaný růst v tšiny cen v dané ekonomice. Jde o oslabení reálné hodnoty (tj. kupní síly) dané měny v i zboží a službám, které spotřebitel kupuje, je-li v ekonomice přítomna inflace spotřebitelských cen, pak na nákup téhož koše zboží a služeb spotřebitel potřebuje čím dál více jednotek měny dané zemí.“¹⁵

Zvýšení peněžních prostředků v oběhu má přímou souvislost s růstem všech hodnotových veličin, a tím dochází k poklesu kupní síly na jednotku měny. Inflace tedy vede k erozivnímu nárůstu národního důchodu a ke znehodnocování úspor. Inflace se dá měřit různými způsoby, nejčastější je měření tzv. spotřebitelské inflace,¹⁶ tedy indexem spotřebitelských cen

¹⁴ Např. Urban, J.: *Teorie národního hospodářství*. 3. doplněné a rozšířené vydání. Praha: Wolters Kluwer 2011, s. 353; nebo Jurečka, V. a kol.: *Makroekonomie*. Praha: Grada 2010, s. 112 an.

¹⁵ Viz http://www.cnb.cz/cs/faq/co_to_je_inflace.html [on-line 15. 4. 2015].

¹⁶ NB na svých stránkách sice tvrdí, že stanovuje inflační cíl k „celkové inflaci“, ale z dalších údajů je vidět, že cíluje na inflaci pořítanou CPI. Viz http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html [on-line 15. 4. 2015].

(Consumer Price Index), který u nás používá český statistický úřad, za EU Eurostat.

Opakem inflace je deflace. Jedná se o situaci, kdy dochází k poklesu cen a zároveň ke zhodnocování domácí měny vůči zahraniční měně. Je přerodlováno bohatství od dlužníků k větitelům v důsledku poklesu cen, protože tento pokles je rychlejší než změny v mzdových a úrovních smlouvách. Větitelé tak rychleji bohatnou a zároveň dlužníci chudnou. K deflaci dochází v tšinou v období recese. Ekonomické úebnice, na rozdíl od spotřebitelů, jimž se klesající ceny líbí, z dlouhodobé deflace radost nemají.¹⁷ Pokud se jedná o deflaci vyvolanou růstem produktivity práce, inovacemi apod., tedy roste-li celkový produkt rychlejším tempem než peněžní zásoba a cenová hladina klesá, tak se není třeba makroekonomicky znepokojovat, zrovna tak když je deflace „dovezená“ ze zahraničí například v cenách zásadních komodit jako je nízká cena ropy. O deflační pasti se mluví při souběhu deflace a dlouhodobé recese (stagnace hospodářství), kdy centrální banka nemá nástroje na potlačení deflace (úrokové sazby by teoreticky neměly být záporné, resp. by se nejednalo o úroky, ale o dotace). Odstrašujícím příkladem negativních důsledků dlouhodobé přetrvávající deflace je Japonsko v minulých cca 15 letech.

V současnosti neexistuje mnoho historických zkušeností s dopadem kvantitativního uvolnění v delším horizontu, převažující obavy panují ohledně zvýšené cenové hladiny, a když je nutné přiznat, že v USA prozatím ke zvyšování míry inflace nedošlo.

Poslední kolo nákupů dluhopisů FEDem bylo na rozdíl od zásahů v době krize a krátce po ní hodnoceno nejednoznačně. V tšinou ředitel FEDu zdůrazoval, že nákupy drží dlouhodobé úroky na minimu, což prospívá firmám i domácnostem. Číada ekonomů ale poukazovala na to, že nic takového se nedá dokázat a že jediným výsledkem intervencí FEDu byl růst cen akcií.¹⁸

¹⁷ Úebnice Urban, J.: Teorie národního hospodářství. 3. doplněné a rozšířené vydání. Praha: Wolters Kluwer 2011 na s. 365 přímě mluví o problému deflace, kdy popisuje krátkodobé kladné i dlouhodobé záporné stránky deflace.

¹⁸ Blíže viz <http://www.investicniweb.cz/zpravy-z-trhu/2014/10/29/fed-zasedani-rijen-2014/> [on-line 15. 4. 2015].

IV. PRÁVNÍ OTÁZKY POUŽÍVÁNÍ NESTANDARDNÍCH M NOVÝCH NÁSTROJŮ EVROPSKOU CENTRÁLNÍ BANKOU

Kvantitativní uvolnění prováděné Evropskou centrální bankou není jen v cíl diskuse mezi politiky a ekonomickými odborníky, ale je to i v cíl právního zakotvení centrální banky. V roce 2010 přišla světová hospodářská krize, která vypukla v roce 2008, v níž některých státech eurozóny do fiskální a dluhové krize. V létě 2012 vyvstala krizová situace a ohrozila životaschopnost nové politiky, kterou je povolena Evropská centrální banka. Prostřednictvím tiskové zprávy zveřejněné dne 6. září 2012 oznámila ECB schválení programu nákupu státních dluhopisů států eurozóny („Outright Monetary Transactions“ přímé nové transakce „program OMT“).¹⁹

Prostřednictvím uvedeného programu ECB deklarovala svou připravenost k nákupu státních dluhopisů států eurozóny na sekundárním trhu při splnění určitých podmínek:

- (i) na dotčené státy se musí vztahovat program finanční pomoci Evropského nástroje finanční stability („EFSF“) nebo Evropského mechanismu stability („ESM“), přičemž tento program musí zahrnovat možnost EFSF nebo ESM uskutečňovat nákupy na primárním trhu;
- (ii) operace budou zaměřeny na kratší část výnosové křivky;
- (iii) předmět nejsou stanovena množstevní omezení;
- (iv) s ECB bude zacházeno stejně jako se soukromými věřiteli a
- (v) ECB se zavazuje vytvořenou likviditu plně sterilizovat.

Některými německými politiky, profesory práva a ekonomie, novináři a nevládní organizace podala k Bundesverfassungsgericht (německý spolkový ústavní soud, dále jen „BVerfG“) ústavní stížnost proti Bundesregierung (německá spolková vláda), jelikož mají za to, že tím, že vláda nepodala k Soudnímu dvoru Evropské unie žalobu na neplatnost oznámení programu OMT, byla porušena jejich základní práva. Strana Die Linke zahájila u BVerfG řízení o sporu ústavních orgánů, přičemž požaduje, aby Bundestag usiloval o zrušení programu OMT.

¹⁹ Ze Stanoviska generálního advokáta in www.curia.europa.eu [on-line 15. 4. 2015].

Poprvé ve své historii s cílem vyjasnit legalitu programu OMT se BVerfG obrátil na Soudní dvůr s **první otázkou**.²⁰ BVerfG se zaprvé táže, zda uvedený program spíše než opatření nové politiky představuje opatření hospodářské politiky, které nespadá do pravomoci ECB. Zadruhé má německý soud pochybnosti o tom, zda uvedené opatření respektuje zákaz nové financování členských států stanovený ve Smlouvě o fungování Evropské unie (SFEU). Obecně vyjadřuje pochybnosti BVerfG otázku mezí pravomocí ECB ve výjimečných situacích, jako je situace, jež nastala v létě roku 2012.

ECB uvedla, že navzdory to, že se jedná o nekonvenční nástroj, který s sebou nese rizika, spadá program OMT do její pravomoci. Podle ECB je bezprostředním cílem programu OMT umožnit jí, aby znovu mohla účinně používat nástroje své nové politiky – jeho bezprostředním cílem je snížit úrokovou míru požadovanou u dluhopisů členského státu, a normalizovat tak situaci.

Německí navrhovatelé a samotný BVerfG mají naopak za to, že skutečným cílem programu je přeměnit ECB na „vítele poslední instance“ pro státy eurozóny.

Soudní dvůr sice obecně není stanoviskem generálního advokáta vázán, ale je to významné vodítko pro pozdější rozhodnutí. Generální advokát Cruz Villalón ve stanovisku,²¹ jež přednesl, zdůraznil, že koncipování a provádění nové politiky patří do výlučné pravomoci ECB. Ta má kvůli své úlohy technické znalosti a cenné informace, které jí spolu s její pověstí a komunikací s veřejností umožní formovat odebírání tak, aby se impulsy nové politiky skutečně dostaly do hospodářství. Za tím účelem musí mít ECB při koncipování a provádění nové politiky EU široký prostor pro uvážení a soudy musí být při kontrole účinnosti ECB znatelně zdrženlivé, neboť jim chybí specializace a zkušenosti, které má ECB v této oblasti.

Generální advokát má za to, že program OMT je nekonvenčním opatřením nové politiky. Tento typ nekonvenčních opatření však musí respektovat určitá ustanovení primárního práva (například zákaz nové financování členských států), a obzvláště zásadu proporcionality.

Co se týče první právní otázky týkající se toho, zda program OMT představuje ve skutečnosti opatření hospodářské politiky, a nikoliv opatření nové politiky, má generální advokát za to, že cíle programu OMT jsou v zásadě legitimní a v souladu s novou

²⁰ Žádost o rozhodnutí o právní otázce podaná Bundesverfassungsgericht (Německo) dne 10. února 2014 – Peter Gauweiler a další, (věc C-62/14) 2014/C 129/15, právní otázky, in <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?qid=1429089721574&uri=CELEX:62014CN0062> [on-line 15. 4. 2015].

²¹ Stanovisko generálního advokáta in www.curia.europa.eu [on-line 15. 4. 2015].

politikou. Nicméně vzhledem k významné úloze, kterou hraje ECB v programech finanční pomoci (koncipování, schvalování a pravidelný dohled), lze mít za určitých okolností za to, že její činnost jde nad rámec pouhé „podpory“ hospodářské politiky. Při uplatnění programu OMT musí se ECB k tomu, aby si tento program zachoval svůj charakter opatření nové politiky, zdržet písemně ústí v programu finanční pomoci uplatněného v případě dotčeného státu.

Generální advokát má za to, že ECB musí přijetí takového nekonvenčního nástroje, jako je program OMT, náležitě odvodnit, písemně musí jasně a přesně uvést, jaká mimořádná okolnost jej odvodňuje. Vzhledem k tomu, že v tiskové zprávě ze dne 6. září 2012 není toto odvodnění uvedeno, bude-li program uplatněn v praxi, musí jak právní akt, který mu dá formu, tak jeho provedení splňovat uvedené požadavky na odvodnění.

Domnívá se, že program OMT je vhodný k dosažení snížení úrokové míry u dluhopisů dotčených států, písemně toto snížení pomůže dosáhnout v dotčených státech opatření finančního normálu tak, aby ECB mohla provádět svou čistou novou politiku za podmínek v tísni jistoty a stability. Uvádí rovněž, že program OMT je nezbytný a přímý v úzkém slova smyslu, jelikož ECB na sebe nebere riziko, že se nutně vystaví platební neschopnosti. Generální advokát upozorňuje, že toto posouzení je podmíněno skutečným uplatněním programu OMT, písemně jeho analýza se omezuje na skutečnosti obsažené v tiskové zprávě ze dne 6. září 2012.

Podle názoru generálního advokáta Cruz Villalóna tedy program OMT, který schválila ECB, neporušuje zásadu proporcionality, a lze jej považovat za přípustný za předpokladu, že v okamžiku, kdy má být program proveden, budou podmínky splněny jak povinnost odvodnění, tak požadavky vyplývající ze zásady proporcionality.

Pokud jde o druhou předběžnou otázku – zákaz nového financování stanovený v SFEU – generální advokát zkoumal, zda program OMT tím, že umožňuje, aby ECB nakupovala dluhopisy členských států na sekundárním trhu, porušuje tento zákaz písemného nákupu dluhových nástrojů členských států. Poukazuje na to, že tento zákaz je základním pravidlem „ústavního rámce“ hospodářské a měnové unie, a tudíž výjimky z něj je třeba vykládat restriktivně. SFEU nezakazuje operace na sekundárním trhu (nebo jinak by byl Eurosystem připraven o nástroj nezbytný k normálnímu výkonu funkcí spojených s měnovou politikou), ale vyžaduje, aby ECB, pokud intervenuje na uvedeném trhu, tak činila s dostatečnými zárukami, které umožní zajistit slůžitelnost její intervence se zákazem nového financování.

Generální advokát se domnívá, že i když provádění programu OMT bude nevyhnutelně investory do jisté míry podnícovat k nákupu dluhů na primárním trhu, ECB bude při intervenci na sekundárním trhu jednat obzvlášť obezřetně s cílem zabránit spekulacím, které by narušily účinnost programu OMT. Podstatné je, aby tento stimul k nákupu dluhů nebyl nepřiměřený v porovnání s cíli opatření.

Nakonec generální advokát uvádí, že k tomu, aby byl dodržen zákaz nového financování, musí být program OMT případně prováděn tak, aby mohly dotčené státní dluhopisy dosáhnout tržní ceny, aby i nadále existoval skutečný rozdíl mezi nabytím na primárním a na sekundárním trhu (jelikož nákup na sekundárním trhu uskutečněný v řádu sekund po vydání dluhopisů na primárním trhu by mohl smazat rozdíl mezi oběma trhy).

Generální advokát Cruz Villalón má tedy za to, že program OMT je slučitelný s SFEU za předpokladu, že v případě, že dojde k jeho uplatnění, bude prováděn za zásadních okolností, které skutečně umožní vytvoření tržní ceny státních dluhopisů.

ZÁVĚR

Nad kvantitativním uvolněním prováděným Evropskou centrální bankou visí mnohé otázky. V článku „*If you had one question for Mario Draghi today...*“²² se ekonomové vyjadřovali zejména k fungování programu a jeho účinnosti; vyzdvihnuty byly otázky, jak účinnost programu ovlivní fakt, že jsou evropské podniky na rozdíl od amerických při financování více závislé na bankách: jakým způsobem bude po spuštění kvantitativního uvolnění v eurozóně fungovat transmisní mechanismus; co se stane, pokud vlády neprovedou nezbytné strukturální reformy: jak dlouho v takovém případě bude ECB kvantitativní uvolnění provádět? Jak bude hodnocena účinnost programu – jak se pozná, že kvantitativní uvolnění fungovalo, a jaké jsou podle Draghiho očekávané vlivy programu na inflaci a reálný HDP během následujících tří let.

Ani studie z prostředí americké ekonomiky nedávají jednoznačnou odpověď na otázku, jak moc se nižší náklady na úvry promítají do skutečného zlepšení stavu ekonomiky,

²² *If you had one question for Mario Draghi today...* In: *FT.com* [on-line 15. 4. 2015]. January 22, 2015, Dostupné z: <http://www.ft.com/intl/fastft/265252>, odkaz dle Finanční a ekonomické informace. Dokumentační Bulletin MF, únor 2015.

například do zmíněné tvorby nových pracovních příležitostí.

Moje práce vede k zamyšlení, nakolik jsou centrální banky, resp. centrální bankéři i s novou autoritou a jak moc již zasahují přímo i nepřímo doplňují práci hospodářské politiky, a jak moc jsou odpovědní a komu za své jednání.

Další problémový bod se týká státoprávního rámce: kvantitativní uvolnění mohou použít pouze státy, které mají plně pod kontrolou svoji měnu a měnovou zásobu. Toto je problém pro členské státy Eurozóny, protože musí spoléhat na ECB, která nemá politickou odpovědnost vůči svým voličům, a cíle její motivace mohou být nakonec odlišné, než cíle politických představitelů zemí Eurozóny, například EU.

ZDROJE A LITERATURA

Dokumenty NB in www.cnb.cz, konkretizace v textu práce.

Dokumenty ECB in www.ecb.europa.eu, konkretizace v textu práce.

Finanční a ekonomické informace. Dokumentační Bulletin MF, únor 2015.

Stanovisko generálního advokáta in www.curia.europa.eu

<http://www.investujeme.cz/kvantitativni-uvolnovani-lek-nebo-past/>

<http://www.investopedia.com/terms/c/creditspread.asp>

<http://www.federalreserve.gov/>

Bakeš, M., Karfíková, M., Kotáb, P., Marková, H.: *Finanční právo*. 6. upr. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012.

Kvantitativní uvolnění, co přinese evropskému spotřebiteli? Britské listy, 3. března 2015
Jánošíková, P., Mrkvyňka, P., Tomažič, I. a kol.: *Finanční a daňové právo*. Plzeň: Aleš Benk, 2009.

Jurečka, V. a kol.: *Makroekonomie*. Praha: Grada 2010.

Krugman, P., Dominiquez, K., Rogoff, K.: It's Back: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2 (1998), pp. 137-205.

Krugman, P.: It's Back: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity* 2 (Fall), 1998, pp. 194-199.

Krugman, P.: *Návrat ekonomické krize*. Praha: Vyšehrad, Praha 2009.

Kvantitativní uvolnění, co přinese evropskému spotřebiteli? Britské listy, 2015.

Seknička, P.: Obecné rizicích a regulaci finančních trhů. In Kol. autor (Bažantová, I., ed.): *Ekonomie regulace: Lekce z globální finanční krize*. Praha: V. Lelek, 2010,

Urban, J.: *Teorie národního hospodářství*. 4. doplněné a rozšířené vydání. Praha: Wolters Kluwer 2015.

Zamrazilová, E.: Mnová politika: krátkodobá stabilizace versus dlouhodobá rizika. *Politická ekonomie*, 2014, . 1, s. 3-31.

Resumé:

Cílem práce je analyzovat institucionální, ekonomické a právní hledisko nestandardního monetárního nástroje centrálních bank, kvantitativním uvolňováním.

Nejprve je vysvětlen pojem kvantitativní uvolňování, poté charakterizované krizové prostředí a centrálních banky a jejich standardní a nestandardní monetární nástroje. Dále je definován pojem inflace a deflace. V časové posloupnosti je stručná zmínka o výchozí situaci Japonska, USA a Velké Británie a použití monetárního nástroje kvantitativního uvolňování; dále se práce věnuje právnímu souvislostem kvantitativního uvolňování, které začala v březnu 2015 provádět Evropská centrální banka, avšak málo již koexistuje v Outright Monetary Transactions (OMT) v roce 2012.

Klíčová slova: kvantitativní uvolňování, monetární politika, monetární nástroje, inflace, deflace,

Resume:

The aim of this paper is to analyze the institutional, economic and legal aspects of non-standard monetary policy tools central banks quantitative easing.

First, an explanation quantitative easing, after the crisis environment characterized by a central bank and its standard and non-standard monetary instruments. It is also defined by the inflation and deflation. The chronology is a brief mention of the initial situation in Japan, the USA and the UK and the use of monetary instruments of quantitative easing; Furthermore, the work deals with the legal context quantitative easing, which began in March 2015 carried out by the European Central Bank, but it has its roots in the Outright Monetary Transactions (OMT) in 2012.

Keywords: quantitative easing, monetary policy, monetary instruments, inflation, deflation