



PARLAMENTNÍ
INSTITUT

VYBRANÁ TÉMATA

12/2012

Evropská centrální banka a její role v krizi

Ing. Marcela Cupalová, Ph.D.

srpen 2012



POSLANECKÁ
SNĚMOVNA
PARLAMENTU
ČESKÉ REPUBLIKY

Evropská centrální banka (ECB), jako centrální banka pro jednotnou měnu euro, plní hlavní závazný úkol udržet kupní sílu eura a tím také cenovou stabilitu v eurozóně (článek 127 Smlouvy o fungování Evropské unie. Rada guvernérů Evropské centrální banky definovala cenovou stabilitu tak, že bude udržovat inflaci měřenou harmonizovaným indexem spotřebitelských cen pod hranici dvou procent.¹ Evropská centrální banka sehrává významnou úlohu v řešení současné finanční a ekonomické krize v EU. Zároveň lze ovšem říci, že v průběhu tohoto procesu ECB výrazně přeformulovala své cíle.

Cíle ECB jsou zakotveny ve Smlouvě o fungování Evropské unie (SFEU) a specifikovány ve Statutu Evropského systému centrálních bank (ESCB) a Evropské centrální banky (ECB).² Primárním úkolem ESCB je udržovat cenovou stabilitu, a „bez ohrožení cíle cenové stability“ podporovat obecné hospodářské politiky Společenství s ohledem na přispění k dosažení cílů Společenství stanovených v článku 2 Statutu o Evropském systému centrálních bank a Evropské centrální banky. Těmito cíli jsou vysoká míra zaměstnanosti a udržitelný a neinflační růst. Hlavními úkoly ECB jsou dále podle čl. 3 Statutu definování a implementace monetární politiky eurozóny, provádění operací na devizovém trhu, udržování a řízení oficiálních devizových rezerv zemí eurozóny (řízení portfolia) a podpora hladkého fungování platebních systémů. Mezi další úkoly patří exkluzivní právo ECB povolovat vydávání bankovek v eurozóně, spolu s národními bankami pak sběr statistických informací od národních úřadů nebo přímo od ekonomických subjektů nutných k plnění jejích úkolů. Systém ECB a všech národních centrálních bank zemí EU také přispívá k hladkému řízení politik sledovaných odpovědnými úřady vztahujícím se k obezřetnostnímu dohledu nad úvěrovými institucemi a stabilitě finančního systému. ECB dále udržuje pracovní vztahy s relevantními institucemi a úřady jak v rámci EU, tak také mezinárodně s ohledem na úkoly svěřené Eurosystemu.³

Kapitál ECB pochází od národních centrálních bank všech členských států EU. Podíly na kapitálu ECB jsou vypočítávány s použitím klíče, který odráží podíl dané země na celkové populaci a hrubém domácím produktu EU. Tyto dva faktory přitom mají stejnou váhu. Evropská centrální banka upravuje tyto podíly každých pět let a vždy, když do EU vstoupí nová země. Úpravy se dějí na základě dat poskytovaných Evropskou komisí. Od začátku třetí fáze Hospodářské a měnové unie, tj. od 1. ledna 1999, se tento klíč měnil čtyřikrát – nejprve

¹ European central bank: Strategy, <http://www.ecb.int/mopo/strategy/html/index.en.html>

² Úřední věstník Evropské unie: Protokoly, [http://eur-](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:0201:0328:CS:PDF)

[lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:0201:0328:CS:PDF](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:0201:0328:CS:PDF)

byla provedena modifikace po pěti letech 1. 1. 2004, poté 1. 1. 2009. Dodatečné změny byly učiněny 1. 5. 2004 po východním rozšíření a 1. 1. 2007 po rozšíření o Bulharsko a Rumunsko.⁴

Hlavním rozhodovacím orgánem ECB je Rada guvernérů, která sestává ze šesti členů Výkonné rady a z guvernérů národních centrálních bank 17 zemí eurozóny. Rada přijímá směrnice a rozhodnutí nutná k zajištění fungování úkolů svěřených ECB a formuluje měnovou politiku pro Eurozónu. Tato činnost zahrnuje rozhodnutí vztahující se k měnovým cílům, klíčovým úrokovým sazbám, nabídce rezerv a stanovování směrnic pro implementaci těchto rozhodnutí.⁵

Po kolapsu Lehman Brothers 15. října 2008 se Rada guvernérů rozhodla snížit klíčovou úrokovou míru z 4,25 % na 3,75 % a její pokles pokračoval i nadále velmi silně, až dosáhla v květnu 2009 1 % a na této úrovni byla udržována i nadále.⁶ 8. prosince 2011 pak Rada guvernérů rozhodla na základě své pravidelné ekonomické a monetární analýzy snížit klíčové úrokové sazby o 25 bazických bodů. Toto snížení následovalo po stejně velkém snížení z 3. listopadu 2011. Analýza ČNB⁷ předpovídá po dobu několika následujících měsíců udržení inflace nad úrovní 2 %. Neočekává ovšem výraznější cenové, nákladové ani mzdové tlaky, což vysvětluje intenzivním napětím na finančních trzích, které nadále brzdí ekonomickou aktivitu v eurozóně, velmi nejistými výhledy a podstatným rizikem poklesu. Mírný je také průběh monetární expanze. Jako hlavní cíl ECB je v analýze uvedeno udržení cenové stability v střednědobém období, čehož má být dosaženo pevným cílováním inflačních očekávání v eurozóně.

Ve snaze podpořit likviditu bank eurozóny rozhodla Rada guvernérů také o přijetí dalších nestandardních opatření. Cílem těchto opatření bylo zajistit posílený přístup k likviditě bankovního sektoru a zjednodušit fungování peněžního trhu eurozóny, a tím podpořit půjčování domácnostem a nefinančním korporacím.

Rada guvernérů se rozhodla provést dvě dlouhodobější refinancující operace (LTROs) se splatností 36 měsíců ve výši 489,2 mld. EUR a 529,5 mld. EUR a s opcí dřívějšího splacení

³ European central bank: Tasks, <http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/index.en.html>

⁴ European central bank: Capital subscription, <http://www.ecb.int/ecb/orga/capital/html/index.en.html>

⁵ European central bank: The governing council, <http://www.ecb.int/ecb/orga/decisions/govc/html/index.en.html>

⁶ BAXA, J., HORVÁTH, R., VAŠÍČEK, B., Time Varying Monetary Policy Rules and Financial Stress: Does Financial Instability Matter for Monetary Policy?, *CNB, Working papers series*, [online], 2011. Dostupné na: http://www.cnb.cz/en/research/research_publications/cnb_wp/download/cnbwp_2011_03.pdf.

⁷ BAXA, J., HORVÁTH, R., VAŠÍČEK, B., Time Varying Monetary Policy Rules and Financial Stress: Does Financial Instability Matter for Monetary Policy?, *CNB, Working papers series*, [online], 2011. Dostupné na:

po jednom roce. Úroková sazba pro tyto operace má být stanovena jako průměrná sazba hlavních refinančních operací po dobu trvání příslušné operace. Úroky budou splaceny v době splatnosti operace.

Dále byla zvýšena dostupnost zajištění snížením minimálního vyžadovaného ratingového stupně pro určité cenné papíry zajištěné aktivy (ABS). Vedle ABS, které jsou již pro operace Eurosystemu (systém ECB a všech národních centrálních bank) způsobilé, budou způsobilé jako zajištění pro úvěrové operace také ABS, které získaly při emisi a vždy poté minimálně druhý nejlepší rating (minimálně však jednoduché A) v harmonizované úvěrové stupnici Eurosystemu a jejichž podkladová aktiva zahrnují hypotéky na bydlení a půjčky malým a středním podnikům. Národní centrální banky budou také moci - jako dočasné opatření - přijímat jako zajištění další standardní úvěrové pohledávky (bankovní úvěry), které plní specifická kritéria způsobilosti. Odpovědnost za akceptování těchto nástrojů bude nesena národní bankou, která povolí jejich použití.

Evropská centrální banka také rozhodla snížit sazbu požadovaných minimálních rezerv pro národní centrální banky, která dosud činila 2 %, na 1 %. Tento krok má podpořit aktivitu na peněžním trhu. Evropská centrální banka byla totiž přesvědčena, že nastavení minimálních rezerv pro řízení podmínek na peněžním trhu není v současné situaci potřeba zachovávat ve stejném rozsahu jako za normálních okolností. Dále ECB rozhodla přerušit na nějakou dobu operace jemného doladění, které jsou prováděny poslední den každého udržovacího období. Jedná se o technická opatření na podporu aktivity na peněžním trhu. Všechna výše zmiňovaná nestandardní opatření jsou svojí povahou dočasná.

Analýza Rady guvernérů zveřejnila také makroekonomická data a projekci makroekonomického vývoje eurozóny. HDP rostlo v eurozóně v třetím čtvrtletí roku 2011 o 0,2 %, což neznamená žádnou změnu oproti předchozímu čtvrtletí. Mnoho faktorů totiž brzdí ekonomický růst v eurozóně – je to jednak zmírnění růstu globální poptávky, nepříznivé vlivy na všeobecné podmínky financování a důvěru vyplývající z pokračujících tlaků na trzích státních dluhopisů eurozóny, stejně jako proces korekce rozvah ve finančních i nefinančních sektorech. V průběhu roku 2012 očekává Rada guvernérů oživení ekonomické aktivity v eurozóně, ačkoli velmi postupné. Podporováno by mělo být silící globální poptávkou, velmi nízkými krátkodobými úrokovými sazbami a opatřeními přijatými na podporu fungování finančního sektoru. Podobné hodnocení se také odráží v loňských prosincových projekcích

Eurosystému, které předpovídají roční růst HDP v roce 2012 v intervalu mezi $-0,4$ a 1 % a v roce 2013 $0,3$ % až $2,3$ %.⁸

Některé kroky Evropské centrální banky v reakci na krizi byly logické a zachránily finanční trhy před ještě výraznějším bankovním selháním. Mnohé bankovní instituce spoléhaly v minulých dekádách na vysokou úroveň dluhu, zejména na zajištění krátkodobého financování, které používají pro většinu svých operací. Jakmile se rozšířila panika na finančních trzích, pro banky i ostatní finanční instituce bylo stále složitější využívat suverénního dluhu jako zajištění pro krátkodobé financování. Na podzim 2011 se tak vytvořily podmínky pro velmi kritický moment na trhu s půjčkami. Problémy s krátkodobou likviditou vedly k propadu důvěry v banky, což vedlo zpětně k ještě větší panice, která zase způsobila problémy bankám. Bez intervence ECB by mohla eurozóna zažít ještě výraznější bankovní selhání i chaotické krachy bank. Evropská centrální banka ovšem zareagovala – rozšířila spektrum aktiv, které akceptuje jako zástavu a nabídla bankám masivní množství likvidity za výhodných podmínek (viz výše). Tyto kroky výrazně snížily hrozbu tzv. „credit crunch“ krátkodobé likvidity a odstranila tak jeden faktor, který přispíval ke krizi. Původní nerovnováha ovšem přetrvává a situace je možná ještě horší, protože nejistota ohledně ekonomické krize uvrhla eurozónu do recese. Podle některých analytiků je ovšem za intervencí ECB skryto něco víc. ECB by mohla sáhnout k programu velkého kvantitativního uvolňování. Zvýšená inflace by tak snížila skutečnou hodnotu závazků. Kvantitativní uvolňování by také odstranilo omezení růstu na poptávkové straně, který je bržděn klesajícími očekáváním růstu nominálního produktu. Příliš restriktivní politika ECB by naopak mohla uvést eurozónu do ještě podstatně větší recese a ještě více zhoršit situaci solventnosti. Kvantitativní uvolňování by naopak mohlo pomoci obnovit ekonomický růst a snížit obavy o solventnost. ECB ovšem podle dosavadních prohlášení nechce o zvyšování inflačních očekávání slyšet. Je to pochopitelné, protože hlavním cílem ECB, který je pevně stanoven i ve SFEU, je „udržení cenové stability“.⁹ Ekonomové se ovšem většinou shodují v tom, že jiné řešení než zvýšení inflace neexistuje.^{10,11} Kvantitativní uvolňování může být realizováno zúžením rozdílu mezi dlouhodobými a krátkodobými úrokovými mírami nebo mezi soukromými a vládními úrokovými mírami. První lze realizovat nákupem vládního dluhu,

⁸ ECB: 15 December 2011 – Monthly Bulletin, <http://www.ecb.int/pub/mb/editorials/2011/html/mb111215.en.html>

⁹ Official Journal of European Union: Treaty of Lisbon, 2007, <http://eur-lex.europa.eu/JOHtml.do?uri=OJ:C:2007:306:SOM:EN:HTML>

¹⁰ Economist: Claim theory, 23.1.2012, <http://www.economist.com/blogs/freexchange/2012/01/euro-crisis>

¹¹ Economist: Self-induced sluggishness, 7.1.2012, <http://www.economist.com/node/21542411>

druhého lze dosáhnout nákupem soukromého dluhu. Bank of England si vybrala jasně první variantu. ECB je omezená ve své možnosti financovat vlády, ale může svobodně nakupovat soukromý dluh.¹²

Závěr

Z výše zmíněného je zcela zřejmé, že globální finanční systém – a zejména ten evropský – byl vážně zasažen evropskou dluhovou a bankovní krizí. S tím, jak hrozily bankroty některých zemí, rostly také jejich náklady na půjčování. Zatímco americký Federální rezervní systém (FED) a Bank of England reagovaly snížením úrokových sazeb téměř na nulu a zahájily kvantitativní uvolňování (nákup vládních dluhopisů za peníze centrální banky), Evropská centrální banka zvolila jinou cestu, protože nechtěla dále snižovat úrokovou míru, ani nakupovat vládní dluhopisy přímo. Místo toho přijala svá vlastní „nestandardní“ opatření – poskytla v podstatě neomezené půjčky komerčním bankám až na dobu 1 roku za širokou škálu zástav. Tato opatření měla ovšem velmi podobné účinky jako akce zvolené FEDem a Bank of England. Napumpování likvidity do ekonomiky snížilo krátkodobé úrokové míry až na úroveň podobné jako v USA a Velké Británii. Banky přitom využily velkou část hotovosti, aby nakoupily vládní dluhopisy, čímž snížily dlouhodobé úrokové míry. Nejednalo se tedy z právního hlediska o porušení SFEU, protože nákupy se uskutečnily pouze na sekundárním trhu s dluhopisy. Ekonomicky vzato ovšem již ECB začala skupovat dluhy vlád, čímž začala být více politicky závislá, což může na dlouhou dobu poškodit její reputaci. Přijaté kroky poměrně jasně ukazují, že ECB již nesleduje výhradně svůj původní standardní cíl udržení cenové stability. Od kolapsu Lehman Brothers a vyschnutí mezibankovních trhů se ECB rozhodla zvýšit masivně likviditu na finančních trzích a neváhala působit jako věřitel poslední instance bez ohledu na důsledky, které to může mít pro inflaci a morální hazard. Velkým rizikem prováděné monetizace vládních dluhů totiž je nárůst inflace, jejíž důsledky ponесou všichni evropští občané, i když v různé míře. Tyto intervence navíc silně zvyšují riziko morálního hazardu, neboť pokud se ECB stylizuje do role věřitele poslední instance, zachraňované země nebudou tolik nuceny přijímat reformy a úsporná opatření. Navíc tím na sebe ECB přebírá poměrně vysoké riziko.

Ekonomická a dluhová krize změnila do velké míry i dosavadní ekonomickou teorii, která dosud vnímala vládní dluhopisy jako bezrizikové. Tak je bohužel vnímali i mnozí političtí představitelé. Krize ovšem ukázala, že vlády nemusí být schopné financovat své deficity tak, jak by si přály, a týká se to dokonce i některých ekonomik, vnímaných jako „silné“. Reakcí na

¹² Economist: Crazy aunt on the loose, 7.1.2012, <http://www.economist.com/node/21542416>

straně hospodářské politiky byla snaha zemí EU zajistit vyrovnané rozpočty, a to i smluvně. Smlouva o stabilitě, koordinaci a řízení v hospodářské a měnové unii stanovuje jako hlavní cíl dodržování pravidla vyrovnaného rozpočtu, což je samozřejmě vhodné a chvályhodné v dobách, kdy ekonomiky dobře fungují. V době rozšířené krize mohou ovšem taková procyklická pravidla vést až k uvalení příliš přísných úsporných opatření, což může ještě prohloubit – a pravděpodobně prohloubí - recesi a tím i ztíží dosažení vyrovnaných rozpočtů. To je také zřejmě důvod, proč lídři EU zároveň se Smlouvou o stabilitě, koordinaci a řízení v hospodářské a měnové unii naplánovali také opatření na podporu růstu a zaměstnanosti ze strukturálních fondů (financování praxe a pracovních zkušeností, zejména mladých, a podporu malých a středních podniků).¹³

¹³ Economist: „Merely useless“, 31.1.2012, <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2012/01/euro-crisis-4>