

UNIVERZITA KARLOVA

Právnická fakulta

Tereza Vágnerová

**Právní a ekonomické aspekty institutu věřitele
poslední instance**

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Ing. Lenka Dupáková, Ph.D

Katedra národního hospodářství

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 09. 09. 2021

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou práci vypracovala samostatně, že všechny použité zdroje byly řádně uvedeny a že práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

Dále prohlašuji, že vlastní text této práce včetně poznámek pod čarou má 183 315 znaků včetně mezer.

Tereza Vágnerová

V Praze dne 9. září 2021

Poděkování

Na tomto místě bych ráda poděkovala JUDr. Ing. Lence Dupákové, Ph. D. za její cenné rady a připomínky, kterých se mi dostalo při zpracování této diplomové práce.

Obsah

ÚVOD	5
1. EKONOMICKÉ ASPEKTY INSTITUTU VĚŘITELE POSLEDNÍ INSTANCE	7
1.1. VYMEZENÍ INSTITUTU VĚŘITELE POSLEDNÍ INSTANCE	7
1.2. HISTORICKÁ GENEZE INSTITUTU VĚŘITELE POSLEDNÍ INSTANCE	7
1.2.1. <i>Institut věřitele poslední instance v díle Henry Thorntona</i>	<i>8</i>
1.2.2. <i>Institut věřitele poslední instance v díle Waltera Bagehota</i>	<i>10</i>
1.3. KRITÉRIA ROZHODOVÁNÍ O FINANČNÍ POMOCI	13
1.4. FORMY POMOCI OHROŽENÝM INSTITUCÍM	15
1.4.1. <i>Úvěrová pomoc</i>	<i>16</i>
1.4.2. <i>Neúvěrová pomoc</i>	<i>16</i>
1.4.3. <i>Modifikace role věřitele poslední instance</i>	<i>17</i>
2. INSTITUT VĚŘITELE POSLEDNÍ INSTANCE V ČESKÉ REPUBLICCE	18
2.1. ZAKOTVENÍ INSTITUTU VĚŘITELE POSLEDNÍ INSTANCE V ČESKÉM PRÁVU	19
2.2. ČNB JAKO VĚŘITEL POSLEDNÍ INSTANCE V PRŮBĚHU FINANČNÍ KRIZE 2008	21
2.3. ČNB JAKO VĚŘITEL POSLEDNÍ INSTANCE V DOBĚ PANDEMIE COVID-19	22
3. INSTITUT VĚŘITELE POSLEDNÍ INSTANCE V EVROPSKÉ UNII	26
3.1. ZAKOTVENÍ INSTITUTU VĚŘITELE POSLEDNÍ INSTANCE V PRÁVU EU A VZTAH ECB A NÁRODNÍCH CENTRÁLNÍCH BANK ...	26
3.2. ECB JAKO VĚŘITEL POSLEDNÍ INSTANCE V PRŮBĚHU FINANČNÍ KRIZE 2008 A EVROPSKÉ DLUHOVÉ KRIZE	28
3.3. ECB JAKO VĚŘITEL POSLEDNÍ INSTANCE V DOBĚ PANDEMIE COVID-19	33
3.4. JUDIKATURA SOUDNÍHO DVORA EVROPSKÉ UNIE VE VĚCÍCH THOMAS PRINGLE PROTI GOVERNMENT OF IRELAND, PETER GAUWEILER A DALŠÍ PROTI DEUTSCHER BUNDESTAG A HEINRICH WEISS A DALŠÍ PROTI BUNDESREGIERUNG	38
3.4.1. <i>Thomas Pringle proti Government of Ireland</i>	<i>38</i>
3.4.2. <i>Peter Gauweiler a další proti Deutscher Bundestag</i>	<i>42</i>
3.4.3. <i>Heinrich Weiss a další proti Bundesregierung</i>	<i>46</i>
3.5. SHRNUÍ ROLE ECB JAKO VĚŘITELE POSLEDNÍ INSTANCE	55
4. INSTITUT VĚŘITELE POSLEDNÍ INSTANCE V USA	57
4.1. ZAKOTVENÍ INSTITUTU VĚŘITELE POSLEDNÍ INSTANCE V PRÁVNÍM ŘÁDU USA	57
4.2. FED JAKO VĚŘITEL POSLEDNÍ INSTANCE V PRŮBĚHU FINANČNÍ KRIZE 2008	58
4.3. FED JAKO VĚŘITEL POSLEDNÍ INSTANCE V DOBĚ PANDEMIE COVID-19	67
4.4. SHRNUÍ ROLE FEDU JAKO VĚŘITELE POSLEDNÍ INSTANCE	71
ZÁVĚR	73
SEZNAM ZKRATEK	76
SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ	78
SEZNAM GRAFŮ	86
SEZNAM TABULEK	87

Úvod

Předmětem této diplomové práce bude vymezení právní a ekonomické aspekty institutu věřitele poslední instance. Toto téma jsem si vybrala hlavně z důvodu jeho opětovné aktuálnosti. Současná pandemie koronaviru výrazně otřásla finančními trhy a v několika ohledech může připomínat globální finanční krizi z roku 2008, a to i přestože jejich příčiny jsou zcela odlišné. Hlavní podobnost můžeme spatřovat zejména v chybějící likviditě a ztrátě důvěry. I když při současné pandemické krizi se do problémů s likviditou dostávají především domácnosti, podnikatelé a malé a střední podniky, je nutné, aby samotný bankovní sektor měl dostatek likvidity, protože jen zdravý bankovní sektor umožní pomoci klientům s jejich likviditními problémy. Domácnosti a firmy musí mít jistotu, že banky budou i nadále ochotny plnit svoji roli při financování jejich ekonomických aktivit. Pokud by některé finanční instituce neměly v důsledku ekonomických dopadů probíhající koronavirové krize dostatek likvidity, musely by začít hromadně prodávat svá aktiva, což by mohlo přivodit destabilizaci a zamrznutí finančních trhů, což by bez zásahu věřitele poslední instance mohlo vést k pádu některých institucí a dalšímu narušení stability. Předchozí krize nás naučily, že likvidita musí být do systému dodána co nejrychleji, aby se ekonomické problémy dále neprohlubovaly. Institut věřitele poslední instance je určitý mechanismus, který slouží k ochraně bankovního systému za situace, kdy se banky dostanou do ohrožení a nejsou schopny získat chybějící finanční prostředky na mezibankovním trhu. Cílem věřitele poslední instance je udržení stability finančního sektoru prostřednictvím dodání chybějící likvidity a zajištění dostupného úvěrování.

Funkci věřitele poslední instance plní ve většině zemí centrální banka, lze se však setkat i s případy, kdy roli věřitele poslední instance plní jiná k tomu určená instituce. Klíčovým argumentem pro poskytnutí pomoci bance, která je v potížích, je existence takzvaného systémového rizika, jehož realizace může mít negativní efekt na celý finanční systém. Jedná se o situaci, kdy se finanční krize jedné banky může přenést v důsledku mnohačetných vazeb i na další zdravé banky. Na druhou stranu však banky mohou na pomoc věřitele poslední instance spoléhat a provádět více rizikové operace, v tomto případě hovoříme o tzv. morálním hazardu. Ne všechny banky však musí být věřitelem poslední instance zachráněny, ten má právo sám uvážít, komu finanční pomoc poskytnout. Samozřejmě je toto rozhodnutí silně ovlivněno velikostí posuzované banky a jejím vlivem na trhu. Banky, které jsou tzv. too big to fail (tedy příliš velké na to, aby zkrachovaly) mají větší šanci, že se je věřitel poslední instance pokusí zachránit, protože jejich úpadek by měl na ekonomiku mnohem větší nepříznivý dopad než v případě malých bank.

Vše výše uvedené se protíná v tematický celek stejně zajímavý a komplexní jako aktuální. Je přitom patrné, že právní a ekonomické aspekty jsou v této oblasti vzájemně zcela neoddělitelně provázány. Není přitom ani nutné dívat se do vzdálené ekonomické historie, abychom mohli vyvozovat, že aktuálnost zvoleného tématu se s jistotou bude cyklicky navracet i v budoucnosti. Diplomová práce se z těchto mnoha důvodů věnuje institutu věřitele poslední instance jak z pohledu ekonomického, tak i právního.

Práce bude rozdělena do čtyř částí. První část diplomové práce bude zaměřena na ekonomické aspekty tohoto institutu. V rámci této části bude nejprve obecně vymezen pojem věřitele poslední instance a také historická geneze tohoto pojmu. Dále budou objasněny zásady pomoci věřitele poslední instance a kritéria, která jsou zvažována při rozhodování o poskytnutí pomoci ohroženým institucím. V posledním oddílu této části budou rozebrány formy pomoci věřitele poslední instance a historické modifikace této pomoci.

Ve druhé části práce bude vymezeno zakotvení institutu věřitele poslední instance v právním řádu České republiky. Významná pozornost pak bude věnována právní úpravě na evropské úrovni ve třetí části práce. Čtvrtá a sice závěrečná část práce nastíní právní úpravu tohoto institutu v USA. V každé z těchto částí bude vedle právní úpravy analyzován i vývoj nástrojů věřitele poslední instance v průběhu globální finanční krize z roku 2008, na ni navazující dluhové krize států eurozóny a dále také v průběhu současné koronavirové krize.

Diplomová práce si klade dva základní cíle. Prvním z nich je objasnit pojem věřitele poslední instance z pohledu ekonomické teorie a zmapovat současnou právní úpravu institutu věřitele poslední instance v České republice, v EU ale i v USA. Druhým cílem této práce bude analyzovat reakce 3 centrálních bank (ČNB, ECB a FED) při plnění role věřitele poslední instance v průběhu globální finanční krize z roku 2008, evropské dluhové krize a dále také jejich chování v průběhu současné koronavirové krize, a to jak z pohledu naplnění zásad ekonomické teorie, tak jejich souladu s právní úpravou.

Přínos diplomové práce lze spatřovat v poskytnutí uceleného právně-ekonomického pohledu na institut věřitele poslední instance a posouzení chování tří různých centrálních bank (ČNB, ECB a FED) v roli věřitele poslední instance v odlišných ekonomických krizích 21. století.

Diplomová práce bude čerpat jak z tuzemské, tak i ze zahraniční odborné literatury. V diplomové práci bude použita zejména metoda deskripce, analýza a metoda komparace.

1. Ekonomické aspekty institutu věřitele poslední instance

1.1. Vymezení institutu věřitele poslední instance

V literatuře lze nalézt různé definice institutu věřitele poslední instance. Například Charles P. Kindleberger nahlíží na věřitele poslední instance jako na instituci, která je připravena zastavit vyčerpání reálných i nelikvidních finančních aktiv v peníze tím, že poskytne více peněz k dispozici.¹

Někteří autoři jako například Allan H. Meltzer označují za věřitele poslední instance vždy centrální banku. Dle Meltzera je centrální banka nazývána věřitelem poslední instance, protože je schopna půjčovat – a aby zabránila selhání solventních bank, i musí půjčovat – v dobách, kdy není žádný jiný věřitel schopen půjčovat nebo není ochoten půjčovat v dostatečném objemu, aby došlo k zabránění nebo ukončení finanční paniky.²

Z tuzemských autorů bychom našli vysvětlení institutu věřitele poslední instance například u Poloučka, který vidí úlohu věřitele poslední instance ve snaze zabránit úpadku nelikvidních, ale solventních bank tím, že jim přechodně poskytne finanční zdroje, přičemž věřitel poslední instance obvykle intervenuje jen v případě hrozby systémového rizika.³

1.2. Historická geneze institutu věřitele poslední instance

Za tvůrce termínu věřitele poslední instance je považován Sir Francis Baring, přičemž tento termín poprvé použil ve svém díle *Observations on the Establishment of the Bank of England* z roku 1797, kde označil Bank of England jako „*dernier resort*“ v překladu chápáno jako „poslední možnost“, jak mohou všechny britské banky obdržet likviditu v časech krize.

Klasickou a dodnes platnou teorii věřitele poslední instance zformulovali však až v 19. století Henry Thornton a Walter Bagehot.⁴

¹ GROSSMAN, Richard S., ROCKOFF, Hugh. Fighting the Last War: Economists on the lender of Last Resort, NBER Working Paper 20832, 2014, str. 4 [online]. [cit. 17-12-2020]. Dostupné z: <https://core.ac.uk/download/pdf/207841764.pdf>

² FISCHER, Stanley. On the Need for an International Lender of Last Resort, IMF, 1999, [online]. [cit. 17-12-2020]. Dostupné z: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp010399>

³ POLOUČEK, Stanislav a kol. *Bankovníctví*. Praha: C.H.Beck, 2006, 480 s. ISBN 80-7179-462-7, str. 451

⁴ HUMPHREY, Thomas M. *Lender of Last Resort: The Concept in History, Economic review*, 1989, str. 8. [online]. [cit. 18-12-2020]. Dostupné z:

https://www.richmondfed.org/~media/richmondfedorg/publications/research/economic_review/1989/pdf/er750202.pdf

1.2.1. Institut věřitele poslední instance v díle Henry Thorntona

Ve svém díle z roku 1802 *An Enquiry Into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain* jako první vymezil charakteristické rysy centrální banky (v jeho podání tedy Bank of England) v roli věřitele poslední instance. Mimo jiné se Thornton zaměřil na mikroekonomické a makroekonomické aspekty funkce věřitele poslední instance a na vztah centrální banky ve funkci věřitele poslední instance a ve funkci orgánu provádějícího měnovou politiku. V tomto díle se také poprvé setkáváme s pojmem morální hazard, kterému věřitel poslední musí čelit.⁵

Charakteristické rysy věřitele poslední instance dle Thorntona:

1. Věřitel poslední instance jako konečný zdroj likvidity pro finanční systém

Věřitel poslední instance vytváří a udržuje strategickou zásobu mocných peněz, které mohou v dobách krize sloužit k uspokojení poptávky po likviditě. Centrální banka jako věřitel poslední instance drží zlaté rezervy, ze kterých mohou všichni čerpat, a současně vydává vlastní bankovky, které jsou zejména díky jejich všeobecné přijatelnosti považovány za ekvivalent zlata. Monopol centrální banky na emisi bankovek jí poskytuje výhradní kontrolu nad nevyčerpatelným zdrojem peněz.⁶

2. Věřitel poslední instance jako správce odpovědný za centrální zlaté rezervy

Udržování dostatečné výše centrálních zlatých rezerv má ukazovat na připravenost centrální banky poskytnout finanční pomoc v dobách krize, čímž se snaží vzbuzovat důvěru v očích veřejnosti. Jelikož je věřitelem poslední instance, nemůže se spoléhat na jiné zdroje, než jsou právě ty vlastní. V případě šířící se paniky musí volně emitovat bankovky za účelem utlumení takovéto paniky a zabraňovat masivním výběrům vkladů domácností.⁷

3. Veřejná odpovědnost věřitele poslední instance

Zatímco komerční banky nesou odpovědnost jen vůči svým akcionářům, věřitel poslední instance je odpovědný vůči veškeré veřejnosti, a tak i vůči celé ekonomice. Věřitel poslední instance musí zajistit dostatečné množství oběživa, aby byla zachována kupní síla

⁵ HUMPHREY, Thomas M. *Lender of Last Resort: The Concept in History*, *Economic review*, 1989, str. 8.

[online]. [cit. 18-12-2020]. Dostupné z:

https://www.richmondfed.org/~media/richmondfedorg/publications/research/economic_review/1989/pdf/er750202.pdf

⁶ Tamtéž, str. 8

⁷ Tamtéž, str. 9

peněz během bankovních panik a tzv. runů na banky. Věřitel poslední instance se má chovat přesně opačně, než jak se v časech krize chovají komerční banky. Zatímco komerční banky v dobách paniky omezují poskytování úvěrů, věřitel poslední instance musí zvyšovat množství emitovaných bankovek a poskytovat více úvěrů. Vysvětlením takového chování komerční bank je snaha o ochranu jejich vlastní bezpečnosti a likvidity. Centrální banka v roli věřitele poslední instance si takovéto chování dovolit nemůže, protože jakákoliv restriktivní politika z její strany by nepříznivě ovlivnila celou ekonomiku.⁸

Thorntonovy politické otázky týkající se věřitele poslední instance:

Vedle těchto charakteristických rysů centrální banky v roli věřitele poslední instance dále vymezil čtyři politické otázky týkající se věřitele poslední instance.

1. Konflikt mezi odpovědností centrální banky jako emitenta bankovek a kontrolora peněžní zásoby a její funkce jako věřitele poslední instance

Jelikož je centrální banka odpovědná za poskytování stabilního rámce pro udržitelný měnový vývoj, musí být v emitování bankovek umírněná. Na druhou stranu při plnění role věřitele poslední instance, tedy v situaci, kdy je na finančním trhu nedostatek likvidity, musí tuto svou odpovědnost opustit a finanční prostředky uvolnit.⁹

Při poskytnutí pomoci tak dochází ke konfliktu s měnovou politikou, protože poskytnutí úvěrů nebo nákup cenných papírů od bank způsobí růst bankovních rezerv jako složky měnové báze, což se dále projeví i v růstu měnových agregátů či změně krátkodobé úrokové míry.¹⁰

2. Konflikt mezi makroekonomickou a mikroekonomickou odpovědností věřitele poslední instance

Druhý zmiňovaný aspekt se týká odpovědnosti věřitele poslední instance k jednotlivým bankám vůči jeho odpovědnosti k bankovnímu systému jako celku. Podle Thorntona nemusí věřitel poslední instance zabránit selhání každé jednotlivé banky, která se dostane do problémů. Podle Thorntona je věřitel poslední instance odpovědný bankovnímu systému jako celku (jde o obecný zájem), nikoliv konkrétní bance. Také zmínil, že věřitel poslední instance musí brát v úvahu problém morálního hazardu. Pokud by byl při poskytování pomoci příliš liberální,

⁸ HUMPHREY, Thomas M. *Lender of Last Resort: The Concept in History*, *Economic review*, 1989, str. 9. [online]. [cit. 18-12-2020]. Dostupné z:

https://www.richmondfed.org/~media/richmondfedorg/publications/research/economic_review/1989/pdf/er750202.pdf

⁹ Tamtéž, str. 9-10

¹⁰ REVENDA, Zbyněk. et al., *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. aktualizované vydání. Praha: Management Press, 2014, 423 s. ISBN 978-80-7261-279-6, str. 259

může tak vytvářet pobídky, které mohou podpořit nerozvážné chování jednotlivých bank. Takovéto liberální záchranné operace by povzbudily ostatní banky přijímat nadměrně spekulativní rizika beze strachu z možných důsledků. Bankám, které si problémy způsobily vlastní nerozvážností, by tedy pomoc neměla být poskytnuta. V případě pádu těchto problémových institucí, by došlo k alokaci uvolněných zdrojů do lépe fungujících institucí, což by prospělo obecnému zájmu.¹¹

3. Odpovědnost za zabránění šokům ve finančním systému

Třetí otázka, kterou Thornton řešil byla, zda by se měl věřitel poslední instance snažit zabraňovat primárním šokům ve finančním systému. Thornton vyjádřil názor, že toto úlohou věřitele poslední instance není. Věřitel poslední instance by se podle něj neměl soustředit na zabránění prvotním otřesům ve finančním systému (jako je například zahraniční vojenská invaze či úpadek banky), ale snažit se neutralizovat následné sekundární dopady těchto šoků (například útky k hotovosti). Odpovědnost centrální banky tedy spočívá v zastavení sekundárních šoků šířících se finančním systémem.¹²

4. Ochrana peněžní zásoby

Klíčovou úlohou věřitele poslední instance Thornton spatřuje v zamezení poklesu peněžní zásoby způsobeném panikou a náhlými útky k hotovosti. Úlohu věřitele poslední instance při samotném odvracení paniky viděl jako doplňkovou pro naplnění hlavní funkce věřitele poslední instance spočívající v ochraně peněžní zásoby. Tvrdil, že pokles peněžní zásoby poškozuje reálnou ekonomiku. Centrální banka tedy musí být schopna emitovat dostatečné množství mocných peněz (bankovek), aby zvládla rychle zabránit náhlému poklesu množství peněz v ekonomice, aby nedošlo k poklesu hospodářské aktivity.¹³

1.2.2. Institut věřitele poslední instance v díle Waltera Bagehota

Thorntonovy poznatky hlouběji rozvinul Walter Bagehot ve svém klíčovém díle *Lombard Street* z roku 1873. Bagehot se pokusil Thorntonovu doktrínu věřitele poslední instance dále rozpracovat a k jeho původním charakteristickým rysům přidal několik klíčových zásad, kterými se centrální banka jako věřitel poslední instance musí řídit, čímž vytvořil

¹¹ HUMPHREY, Thomas M. Lender of Last Resort: The Concept in History, *Economic review*, 1989, str. 9-10. [online]. [cit. 18-12-2020]. Dostupné z: https://www.richmondfed.org/~media/richmondfedorg/publications/research/economic_review/1989/pdf/er750202.pdf

¹² Tamtéž, str. 11

¹³ Tamtéž, str. 11

takzvanou klasickou teorii pojetí věřitele poslední instance označovanou také jako Thornton-Bagehotova doktrína.¹⁴ Stejně jako Thornton i Bagehot zdůrazňoval, že centrální banka je ve srovnání s komerčními bankami jedinečná, neboť je držitelem zásoby mocných peněz a v dobách paniky a krize má schopnost a povinnost půjčovat a uspokojovat požadavky na likviditu. Jako věřitel poslední instance má zabránit tomu, aby počáteční selhání jedné finanční instituce vyvolalo problémy v celém systému.¹⁵

Bagehotovy zásady institutu věřitele poslední instance:

1) Jako jediný věřitel poslední instance může a měla by vystupovat v bankovním systému centrální banka.

Centrální banka má dle Bagehota přirozenou roli věřitele poslední instance, neboť není omezena likviditou a má kapacitu dodávat rezervní peníze. Centrální banka by měla půjčovat svobodně a bez omezení. V duchu této Bagehotovy zásady by centrální banka měla dělat vše, co je potřeba, aby zabránila krizi likvidity.

2) Nouzový úvěr od centrální banky by měl být poskytnut pouze dočasně nelikvidní instituci. Nouzový úvěr by měl být krátkodobý a řešit dočasnou nelikvidnost instituce, v žádném případě ale nemá být tato pomoc poskytnuta v případě nesolventnosti instituce.

Centrální banky by měly půjčovat pouze solventním, pouze dočasně nelikvidním institucím. Tento předpoklad má chránit rozvahu centrální banky před případnými ztrátami a zmírňuje problém morálního hazardu. V praxi však může být uplatňování této zásady obtížné. V určitých případech totiž může být problematické jasně rozlišit mezi nelikviditou a nesolventností instituce. Pokud instituce není schopna financovat se na trhu, je pravděpodobně také na pochybách její solventnost.

3) Nouzový úvěr musí být krytý kvalitním kolaterálem a toto krytí má být vždy vyšší, než je výše poskytnutého úvěru, aby v případě, kdy instituce nebude schopna splácet, neutrpěl věřitel poslední instance významnou ztrátu.

¹⁴ HUMPHREY, Thomas M. Lender of Last Resort: The Concept in History, *Economic review*, 1989, str. 12. [online]. [cit. 20-12-2020]. Dostupné z: https://www.richmondfed.org/~media/richmondfedorg/publications/research/economic_review/1989/pdf/er750202.pdf

¹⁵ OGANESYAN, Gayane. The changed role of the lender of last resort: Crisis responses of the Federal Reserve, European Central Bank and Bank of England, Working Paper, No. 19/2013, Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin, Institute for International Political Economy (IPE), Berlin, 2013, str. 1. [online]. [cit. 20-12-2020]. Dostupné z: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/70787/1/737330090.pdf>

Centrální banky by měly půjčovat pouze proti dobrému zajištění, které má sloužit jako ochrana před úvěrovým rizikem. Přijatý kolaterál by měl být vždy dostatečný ke krytí očekávané ztráty v daném okamžiku. V průběhu krize by však nemělo ze strany centrálních bank docházet ke zpřísnování jejich požadavků na kolaterál omezováním souboru způsobilého kolaterálu či zvyšováním tzv. haircut¹⁶, k čemuž by měli tendenci účastníci soukromého trhu. Centrální banka by se měla zdržet se těchto omezujících opatření nejen z důvodu zachování stability trhu, ale také proto, že by taková opatření zvýšila finanční rizika centrální banky.

4) Nouzový úvěr musí být úročen sankční sazbou, tedy vyšší sazbou, než jsou tržní úrokové sazby.

Bagehot navrhuje, aby nouzové úvěry byly poskytovány za velmi vysokou úrokovou sazbu, která bude fungovat jako sankce a zabrání většímu počtu žádostí osob, které tuto pomoc opravdu nepotřebují. Z toho vyplývá, že centrální banka by měla zvýšit sazbu hned na počátku paniky a použít vyšší sazbu, než jaká převládá v „běžných dobách“ (resp. v období bez finančního stresu), ovšem ne významně převyšující tržní sazbu. To by mohlo způsobit, že funkce věřitele poslední instance nebude účinná.

5) Všechny výše uvedené zásady musí být oznámeny předem a musí být přísně dodržovány. I přestože musí být podmínky nastaveny přísně, nesmí být ale nesplnitelné.

Centrální banka v roli věřitele poslední instance musí vždy všechny uvedené zásady předem oznámit a striktně je dodržovat i během krize, a nikoliv přizpůsobovat podmínky nově vzniklým problémům. Podmínky musí být nastaveny přísně, ale zároveň musí být jejich splnění pro instituce reálně dosažitelné, aby byla funkce věřitele poslední instance efektivní.

6) Nesolventní instituce mají být likvidovány nebo mají být prodány za tržní cenu, přičemž vzniklé ztráty mají jít především na vrub akcionářům.

Tato zásada koresponduje s druhou Bagehotovou zásadou a to sice, že pomoc by měla být poskytnuta pouze dočasně nelikvidním, ale solventním institucím. Pokud je instituce nesolventní, neměla by být centrální bankou zachraňována a případné ztráty způsobené

¹⁶ Haircut = „srážka“ - rozdíl mezi aktuální tržní hodnotou aktiva a hodnotou připisovanou tomuto aktivu pro účely výpočtu zajištění úvěru. Při poskytnutí úvěru je srážka procentuální rozdíl mezi výší poskytnutého úvěru a tržní hodnotou aktiva, které se používá jako zajištění úvěru.

jejím pádem by měli nést především akcionáři. Tato Bagehotova zásada je v praxi často opomíjena v případě velkých, systémově významných institucí.^{17 18}

1.3. Kritéria rozhodování o finanční pomoci

Právě na Thorntonových a Bagehotových zásadách jsou ve větší či menší míře založena kritéria pro rozhodování o poskytnutí finanční pomoci od centrální banky. První kritérium, které musí centrální banka vzít v úvahu, je nebezpečí systémového rizika. Řešením proti nebezpečí realizace systémového rizika může být jednak poskytnutí úvěru ohrožené bance nebo poskytnutí úvěru ostatním zdravým bankám v systému, v případě že je ohrožená banka nesolventní. Dalším kritériem, které musí brát centrální banka v potaz, jsou náklady na záchranu problémové banky, přičemž nejde jen o vyčíslení nákladů, ale také o zhodnocení přínosu záchrany instituce. Klíčovým kritériem při rozhodování je také likvidita a solventnost ohrožené banky. Jak již bylo zmíněno výše, pomoc by měla být poskytnuta jen dočasně nelikvidní, avšak solventní bance. Dalším kritériem, které by mělo být také zkoumáno, jsou i důvody problémů banky. Pokud je důvodem dočasné nelikvidnosti ekonomická recese, měl by věřitel poslední instance finanční pomoc poskytnout, toto ale neplatí, jsou-li důvodem podvodné machinace ze strany managementu či vlastníků. I přestože je v zásadě možné zachránit každou banku, je nutné zvážit, zda tato pomoc nebude příliš nákladná a zda záchrana každé banky nebude v ostatních bankách vzbuzovat přesvědčení, že mohou podstupovat stále vyšší rizika, protože budou vždy při problémech zachráněny. Mohlo by tak docházet k poklesu disciplíny bank, růstu morálního hazardu a funkce věřitele poslední instance by tak v krajním případě mohla působit i proti bezpečnosti bank.¹⁹

Systémové riziko

Rozhodnutí o poskytnutí likvidity je zcela na věřiteli poslední instance. Obvykle však věřitel poslední instance intervenuje pouze v případě, že je zde hrozba systémového rizika.²⁰ Systémové riziko spočívá v tom, že úpadek jedné banky, obvykle velké banky (tj. takové,

¹⁷ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*, 3. aktualizované vydání, Praha: Management Press, 2011, 560 s. ISBN 978-80-7261-230-7, str. 410-411

¹⁸ BATS, Joost. THOOLEN, John et al. *Revisiting the central bank's lender of last resort function*, 2018, str. 11-13. [online]. [cit. 20-12-2020]. Dostupné z: https://www.researchgate.net/publication/333681785_Revisiting_the_central_bank's_lender_of_last_resort_function

¹⁹ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*, 3. aktualizované vydání, Praha: Management Press, 2011, 560 s. ISBN 978-80-7261-230-7, str. 421-423

²⁰ POLOUČEK, Stanislav a kol. *Bankovníctví*. Praha: C.H.Beck, 2006, 480 s. ISBN 80-7179-462-7, str. 307

kteřou lze v mnoha případech považovat za systémově významnou), může vést k řetězovému úpadku dalších zdravých bank a k celkovému kolapsu bankovního systému v zemi. Pád bankovní instituce může vyvolat obavy vkladatelů u jiných bank. Poté může mimo jiné dojít k tzv. útěku k hotovosti, tedy k hromadným výběrům vkladů z bank, což zapříčiní problémy s likviditou i u jinak zdravých bank. Proto v bankovním systému působí věřitel poslední instance, který svými úvěry může pomoci odvrátit hrozbu kolapsu celého bankovního systému.²¹

Solventnost banky

Jak vyplývá z Bagehotovy teorie, finanční pomoc by měla být bance poskytnuta pouze tehdy, pokud je dočasně nelikvidní, ale není nesolventní. Banka je solventní tehdy, pokud aktuální tržní hodnota jejích aktiv není nižší než aktuální tržní hodnota jejích závazků. Banka tudíž přestává být solventní, pokud je její ztráta větší než hodnota jejího kapitálu.²²

Morální hazard

Podstata morálního hazardu spočívá v tom, že jedinec v případě, kdy si je vědom toho, že neponese v plné míře následky svého jednání, se obvykle chová daleko riskantněji, než kdyby měl následky svého jednání skutečně nést. Znamená to tedy, že pokud se banky budou v případě problémů spoléhat na záchranu věřitele poslední instance, budou pak také podstupovat více rizikové operace, které mohou přinášet vyšší výnos, jelikož případná hrozící ztráta z těchto rizikových operací, nebude pro banku relevantní, protože nebude plně nést náklady svého hazardního jednání.

Typicky se morální hazard finančních institucí projevuje v souvislosti se sekuritizací půjček a s doktrínou too-big-to-fail. V rámci procesu sekuritizace půjček dochází k morálnímu hazardu tím, že banka ztrácí zájem na prověřování majetkové situace klienta, jelikož ví, že si neponechá půjčku ve své rozvaze, ale prodá ji dále. V případě, že dlužník půjčku nesplatí, samotná banka tím ztrátu neutrpí.²³

²¹ REVENDA, Zbyněk. et al., *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. aktualizované vydání. Praha: Management Press, 2014, 423 s. ISBN 978-80-7261-279-6, str. 386

²² PŮLPÁNOVÁ, Stanislava. *Komerční bankovníctví v České republice*. Praha: Oeconomica, 2007, 338 s., ISBN 978-80-245-1180-1, str. 83

²³ JUROŠKOVÁ, Lenka. *Morální hazard v souvislosti s globální finanční krizí*. Acta Universitatis Carolinae – Iuridica 3/2009, Nakladatelství Karolinum, 2010, str. 33-36. [online]. [cit. 22-12-2020]. Dostupné z: https://www.prf.cuni.cz/sites/default/files/old_files/1404047107.pdf

Too-big-to-fail

Při rozhodování o poskytnutí pomoci ze strany věřitele poslední instance je také nutné posoudit, zda ohrožená banka není tzv. too-big-to-fail, tedy příliš velká na úpadek. Považuje se za „*nepsané pravidlo, které je interpretováno způsobem, že centrální banka či stát nemůže připustit úpadek velké bankovní instituce.*“²⁴ Zde je pak nutné volit mezi velmi nákladnou záchranou takové banky nebo jejím zničujícím pádem představujícím hrozbu pro stabilitu finančního systému.²⁵ Pád too-big-to-fail banky může vzbudit pochybnosti ohledně zdraví ostatních bank v bankovním systému a vyvolat paniku a hromadné vybírání vkladů. Selhání takovéto jedné banky může ochromit ekonomické aktivity, protože by znamenalo zamrznutí bankovního trhu a s tím související narušení systému poskytování půjček a provádění dalších bankovních činností. Nedostupnost úvěrů ochromí zejména podnikatelské subjekty, které budou muset omezit produkci, což se promítne do celkové ekonomiky.²⁶ Velikost banky se odvíjí zejména od objemu bilančních aktiv. Pravděpodobnost záchrany u větších bank je vyšší než u malých bank. Zde se však projevuje nestejný přístup k různě velkým bankám což znamená zjevné narušení konkurenčního prostředí a je tak jedním z nepřímých důkazů existence oligopolu na bankovním trhu.²⁷ Rostoucí vzájemná propojenost bank na mezibankovním trhu může znamenat, že ohrožená banka nemusí být ani příliš velká, ale i přesto bude zachráněna, protože je tzv. too-interconnected-to-fail, tedy příliš propojená s jinými bankami.²⁸

1.4. Formy pomoci ohroženým institucím

V případě nedostatku likvidity mají banky nejprve možnost využít pomoc od jiných bank na mezibankovním trhu. Takováto pomoc neodporuje výše uvedeným zásadám a většinou i předchází další nutné pomoci. Pro banky poskytující pomoc ohrožené bance takovéto transakce představují potencionální zisk. Pokud ohrožené bance nebude stačit pomoc na mezibankovním trhu, nabízí se potenciální pomoc od centrální banky v roli věřitele poslední instance. Zejména v obdobích krize jsou banky při vzájemném půjčování opatrnější a dochází

²⁴ JUROŠKOVÁ, Lenka. *Bankovní regulace a dohled*, Praha: Auditorium, 2012. 176 s. ISBN 978-80-87284-26-1, str. 42.

²⁵ BAŽANTOVÁ, Ilona et al. *Ekonomie regulace: lekce z globální finanční krize*, Praha: Vladimír Lelek, 2010, 111 s. ISBN 978-80-904837-0-5, str. 95

²⁶ JUROŠKOVÁ, Lenka. *Morální hazard v souvislosti s globální finanční krizí*. Acta Universitatis Carolinae – Iuridica 3/2009, Nakladatelství Karolinum, 2010, str. 36. [online]. [cit. 22-12-2020]. Dostupné z: https://www.prf.cuni.cz/sites/default/files/old_files/1404047107.pdf

²⁷ REVENDA, Zbyněk. *Pomoc ohroženým bankám – teorie, realita a měnové dopady*, Politická ekonomie, roč. 62, č. 2, 2014, str. 275

²⁸ Tamtéž, str. 277

k zamrzávání mezibankovního trhu a chybějící likviditu tak dodává právě centrální banka. Pomoc ohroženým bankám od centrální banky spočívá nejčastěji v úvěrové pomoci, můžeme se však setkat i s případem tzv. neúvěrové pomoci.²⁹

1.4.1. Úvěrová pomoc

Úvěrová pomoc bude mít bezprostřední měnové dopady, které musí centrální banky také brát v potaz a zvažovat je při rozhodnutí o poskytnutí pomoci. Poskytnutí úvěrů totiž může vyvolat tzv. multiplikační efekt. Banka získané peněžní prostředky může využít dvěma způsoby. Banka z těchto prostředků může uhradit své závazky vůči jiným bankám, čímž se zvýší jejich rezervy nebo vyplatí vklady svým klientům, kteří je následně pravděpodobně uloží u jiné banky. Dochází tak k přesunu rezerv od dlužnické banky ve prospěch jiných bank, tyto banky mohou obdržené prostředky dále multiplikovat. Problém pro centrální banku nastává ve chvíli, kdy realizuje restriktivní měnovou politiku. Při provádění restriktivní měnové politiky se centrální banka snaží o to, aby nedošlo ke zvyšování rezerv bank. Pokud je však současně vystavena žádosti o poskytnutí úvěrové pomoci, dochází ke kolizi, jelikož její původní cíl tímto bude narušen (dodatečná úvěrová emise má povahu expanzivní měnové politiky). V případě, že úvěrovou pomoc neposkytne, ohrožená instituce bude odsouzena k zániku. Pokud je však ohrožená banka solventní, úvěr by měl být poskytnut a případné dopady je nutné neutralizovat jinými způsoby. Další dopad na měnovou politiku lze též spatřovat v souvislosti s vývojem krátkodobé úrokové míry. Poskytnutím úvěru se vytváří tlak na pokles této úrokové míry. V souvislosti s poskytnutím úvěru dochází i k devalvačním tlakům na domácí měnu. K neutralizaci dopadů na rezervy bank a krátkodobou úrokovou míru může centrální banka využít operace na volném trhu, prostřednictvím kterých bude prodávat cenné papíry jiným bankám a stahovat tak přebytečné rezervy zpět.³⁰

1.4.2. Neúvěrová pomoc

Neúvěrové formy pomoci bývají často doplňkovými formami k úvěrové pomoci. Pod neúvěrovou formou pomoci si lze představit situaci, kdy centrální banka od ohrožené banky nakupuje cenné papíry nad rámec operací na volném trhu, a to ve větším objemu, než který stanovila v rámci měnové politiky nebo případně rozšiřuje portfolio nakupovaných cenných

²⁹ REVENDA, Zbyněk. *Pomoc ohroženým bankám – teorie, realita a měnové dopady*, Politická ekonomie, roč. 62, č. 2, 2014, str. 273

³⁰ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*, 3. aktualizované vydání, Praha: Management Press, 2011, 560 s. ISBN 978-80-7261-230-7, str. 421-423

papíru, tedy nakupuje i jiné cenné papíry, než se kterými se obchoduje při operacích na volném trhu. Pomoc od centrální banky může být poskytnuta nejen ohrožené bance, ale může ji získat i zdravá banka, která má v plánu převzít problémovou banku či zdravé banky, které se dostanou do dočasných problémů s likviditou z důvodu potíží jedné či více jiných bank. Hlavním cílem je předejít realizaci systémového rizika.³¹

Případná neúvěrová pomoc ze strany centrální banky je však v rozporu s Bagehotovými zásadami.³²

1.4.3. Modifikace role věřitele poslední instance

S postupem času byly zaznamenány i nejrůznější modifikace role věřitele poslední instance a způsoby poskytování pomoci se stávaly pestřejšími. Jednou z těchto modifikací Bagehotem stanovených zásad je získání potřebné pomoci nejen od centrální banky, dále také poskytování jiné než úvěrové formy pomoci či poskytování pomoci centrální banky i nebankovním institucím. Dále také v rozporu s Bagehotovými zásadami bývají v krizových obdobích úvěry úročeny běžnou, tedy nikoli sankční úrokovou sazbou, stávají se dlouhodobějšími a jsou kryty i relativně méně kvalitními cennými papíry. Podmínky pomoci nebývají předem stanoveny, ale přizpůsobují se aktuálním problémům. V extrémním případě bývají zachraňovány také nesolventní banky. V České republice především při krizi v 90. letech 20. století bylo bankám pomáháno i způsoby odporujícími zásadám W. Bagehota.³³

³¹ REVENDA, Zbyněk. et al., *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. aktualizované vydání. Praha: Management Press, 2014, 423 s. ISBN 978-80-7261-279-6, str. 259

³² REVENDA, Zbyněk. *Pomoc ohroženým bankám - teorie, realita a měnové dopady*, Politická ekonomie, roč. 62, č. 2, 2014, str. 275

³³ Tamtéž, str. 272-274

2. Institut věřitele poslední instance v České republice

V této části práce bych ráda objasnila, v jakém stavu se nachází současná právní úprava institutu věřitele poslední instance v České republice. Dále budou v této části práce analyzovány reakce České národní banky (oprávněné vykonávat funkci věřitele poslední instance v České republice) v průběhu globální finanční krize z roku 2008, evropské dluhové krize a současné koronavirové krize.

Globální finanční krize vypukla v září 2008 po kolapsu investiční banky Lehman Brothers.³⁴ Bezprostřední příčinou byla hypoteční krize, která následně přerostla ve světovou finanční krizi.³⁵ Na ni navázala **evropská dluhová krize**, která zasáhla eurozónu koncem roku 2009. Důvodem jejího vzniku byla neschopnost některých členských států eurozóny splácet nebo refinancovat svůj vládní dluh bez pomoci třetích stran.³⁶ Příčiny a důsledky, respektive reakce na tyto krize diskutují např. Carmassi, Gros a Micossi³⁷, Crotty³⁸, Semančíková a Ruščáková³⁹ nebo Lehnert et al⁴⁰. Spouštěčem **koronavirové krize** byly zásahy států do chodu ekonomik (v podobě uzavírání obchodů, služeb a státních hranic) ve snaze omezit šíření nemoci COVID-19 vyvolané koronavirem SARS-CoV-2, přičemž první ekonomické problémy se začaly projevovat na přelomu února a března roku 2020.⁴¹ Reakce

³⁴ ROJÍČEK, Marek et al. Makroekonomická analýza – teorie a praxe. Grada Publishing, 2016, 544 s. ISBN 978-80-247-5858-9, str. 436

³⁵ JANÁČEK, Kamil. *Zpomalení americké ekonomiky je přirozené*. Sborník textů Centra pro ekonomiku a politiku: Americká finanční krize: hrozba pro světovou ekonomiku? č.71/2008. [online]. [cit. 3-1-2021]. Dostupné z:

https://books.google.cz/books?id=_o1_CgAAQBAJ&printsec=frontcover&dq=finanční+krize+2008&hl=cs&sa=X&redir_esc=y#v=onepage&q=lehm&f=false

³⁶ KENTON, Will. *European Sovereign Debt Crisis*. [online]. [cit. 3-1-2021]. Dostupné z:

<https://www.investopedia.com/terms/e/european-sovereign-debt-crisis.asp>

³⁷ CARMASSI, Jacopo et al. *The Global Financial Crisis: Causes and Cures*. [online]. Dostupné z:

https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1468-5965.2009.02031.x?fbclid=IwAR1_B-lhjT4_jbV0JV5nB-qXUWdYbiONZdJnIC1Mxoqnwr3afDta6brC8pg

³⁸ CROTTY, James. *Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the 'new financial architecture'*. [online]. Dostupné z:

https://academic.oup.com/cje/article/33/4/563/1730705?login=true&fbclid=IwAR0G4R-0zuWGwRW0leSaAvNo5lfV6ftRgyWE0yw_Msw_25tN9pInq-AKhHg

³⁹ RUŠČÁKOVÁ, Anna. SEMANČÍKOVÁ, Jozefína. *The European Debt Crisis: A Brief Discussion of its Causes and Possible Solutions*. [online]. Dostupné z:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1877042816306152?fbclid=IwAR3lLs64YM8YoyceKm1r96Y-OBpjBwbvu7W3llv0tZXtuYEIYCeg99hMbc>

⁴⁰ LEHNERT, Thorsten et al. *The European sovereign debt crisis: What have we learned?* [online]. Dostupné z: https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0927539816300408?fbclid=IwAR2DYpP1xx2oYh0Ed1VsCKPTDvmFFi0Z_IHNzJIQ1Egz4uwltT4HZI_6j00

⁴¹ WIKIPEDIE. *Koronavirová recese*. [online]. [cit. 3-1-2021]. Dostupné z:

https://cs.wikipedia.org/wiki/Koronavirov%C3%A1_recese

národních či nadnárodních autorit v podobě opatření ke zmírnění dopadů krize shrnují např. Sarker et al.⁴², Emmons a Neely⁴³ nebo McKibbin a Vines⁴⁴.

2.1. Zakotvení institutu věřitele poslední instance v českém právu

Dle § 1 odst. 1 zákona o ČNB je ústřední bankou České republiky a orgánem příslušným k řešení krize Česká národní banka. ČNB je součástí Evropského systému centrálních bank, v jehož rámci se podílí na plnění jeho úkolů a cílů, což je zakotveno jak čl. 282 odst. 1 SFEU, tak § 1a zákona o ČNB. Hlavní cíl činnosti ČNB vymezuje § 2 odst. 1, podle kterého je jím péče o cenovou stabilitu.⁴⁵

Funkci věřitele poslední instance plní v České republice právě Česká národní banka, tato funkce je jí svěřena na základě § 29 zákona o ČNB. Jak vyplývá z § 29 odst. 1 zákona o ČNB, Česká národní banka může poskytnout komerčním bankám úvěr na dobu nejvýše tří měsíců. Poskytnutý úvěr musí být zajištěný cennými papíry uvedenými v § 28 téhož zákona, popřípadě státními dluhopisy či jinými cennými papíry se státní zárukou nebo skladištními listy pro zboží hromadného charakteru plně pojištěné proti ztrátě a poškození, eventuálně též jinými majetkovými hodnotami.⁴⁶ Lze konstatovat, že okruh způsobilého zajištění zakotvený v zákoně je širší, než jaké je přijímáno v praxi (ČNB přijímá zejména státní dluhopisy vydané Ministerstvem financí, poukázky ČNB a dluhopisy Evropské investiční banky). V tomto případě tedy ČNB může bankám poskytovat klasické úvěry, tedy dodávat likviditu i jinou formou než jakou jsou tzv. dodávací repo operace, ve kterých banky získávají od ČNB potřebnou likviditu tím, že prodají ČNB přijatelné cenné papíry se závazkem je v dohodnuté lhůtě odkoupit zpět.⁴⁷

K funkci ČNB jako věřitele poslední instance se pak vztahuje zejména ustanovení § 29 odst. 2 zákona o ČNB, které stanoví, že v zájmu zachování likvidity banky může Česká národní

⁴² SARKER et al. *COVID Crisis: Fiscal, Monetary and Macro-financial Policy Response*. [online]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3601524&fbclid=IwAR3lLs64YM8YoyceKm1r96Y-OBpjBwbvu7W3Ilv0tZXtuYEIYCeg99hMbc

⁴³ EMMONS, William R., NEELY, Christopher J. *Responses of International Central Banks to the Covid-19 Crisis*. [online]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3736262&fbclid=IwAR3RBmh1IY0qdccwxtITsCiWCjC92UeN6D_nSQeemHlx79ekTgqwQOf5Amg

⁴⁴ McKIBBIN, Warwick. VINES, David. *Global macroeconomic cooperation in response to the COVID-19 pandemic: a roadmap for the G20 and the IMF*. [online]. Dostupné z: https://academic.oup.com/oxrep/article/36/Supplement_1/S297/5899018?login=true&fbclid=IwAR0Ma9N16dYRG2uCOGP2IUgZymmn6NZPHhQjRgyyiuELpjlPpsVFEOemHKM

⁴⁵ Zákon č. 6/1993, Sb. o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, § 1 odst. 1, § 1a a § 2 odst. 1

⁴⁶ Zákon č. 6/1993, Sb. o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, § 28 a § 29 odst. 1

⁴⁷ RÝDL, Tomáš. et al. *Zákon o České národní bance: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2014, 318 s. ISBN 978-80-7478-622-8, str. 98-101

banka výjimečně poskytnout příslušné bance krátkodobý úvěr, který může být poskytnut rovněž na dobu nejvýše tří měsíců a podmínkou poskytnutí je taktéž odpovídající zajištění.⁴⁸ Pokud se banka dostane do potíží s likviditou, poskytne jí ČNB krátkodobý úvěr, u něhož je požadavek na zajištění méně přísný než podle odstavce 1.⁴⁹

Jak již bylo zmíněno postupem času byly zejména v důsledku již dříve proběhlých finančních krizí zaznamenány různé modifikace role věřitele poslední instance. Tradiční funkce věřitele poslední instance byly upraveny a dá se hovořit o vzniku moderního konceptu věřitele poslední instance. V tomto modifikovaném pojetí již věřitel poslední instance nenabízí bankám pouze úvěrovou pomoc, ale také neúvěrovou pomoc ve formě nákupu cenných papírů od ohrožené banky nad rámec operací na volném trhu. Tento koncept bývá označován jako „buyer of last resort“. K takovéto pomoci opravňuje ČNB § 32 zákona o ČNB. Dle § 32 odst. 1 zákona o ČNB může ČNB k usměrnění peněžního trhu kupovat a prodávat cenné papíry, pokud není v tomto zákoně stanoveno jinak.⁵⁰

Role ČNB jako věřitele poslední instance je výrazně omezena ve vztahu ke státu. Není připuštěno, aby ČNB poskytovala likviditu státu, tj. měnové financování státního dluhu, což je legislativně zakotveno § 34a zákona o ČNB jakožto zákaz měnového financování. Dle § 34a odst. 1.: *„Česká národní banka v souladu se Smlouvou o fungování Evropské unie a ji provádějícím přímo použitelným předpisem Evropské unie nesmí poskytovat možnost přečerpání zůstatku bankovních účtů nebo jakýkoli jiný typ úvěru orgánům, institucím nebo jiným subjektům Evropské unie, ústředním vládám, regionálním nebo místním orgánům nebo jiným veřejnoprávním orgánům, jiným veřejnoprávním subjektům nebo veřejným podnikům členských států Evropské unie; rovněž je zakázán přímý nákup jejich dluhových nástrojů Českou národní bankou.“* Stát tedy nemá možnost zajistit si chybějící zdroje úvěrem od centrální banky. Nákup dluhových nástrojů emitovaných veřejným sektorem na sekundárním trhu je sice povolen, ale nesmí jej být využito k obcházení účelu zákazu měnového financování. Zákaz měnového financování je v souladu s požadavky čl. 123 SFEU.⁵¹

Česká národní banka nebyla doposud nucena od bankovní krize v 2. polovině 90. let 20. století aktivně plnit funkci věřitele poslední instance.⁵²

⁴⁸ Zákon č. 6/1993, Sb. o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, § 29 odst. 1 a §29 odst. 2

⁴⁹ RÝDL, Tomáš. et al. *Zákon o České národní bance: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2014, 318 s. ISBN 978-80-7478-622-8, str. 99

⁵⁰ Zákon č. 6/1993, Sb. o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, § 32

⁵¹ RÝDL, Tomáš. et al. *Zákon o České národní bance: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2014, 318 s. ISBN 978-80-7478-622-8, str. 110-112

⁵² MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Aktualizace studie dopadu účasti či neúčasti ČR v bankovní unii*, prosinec 2020, str. 97. [online]. [cit. 5-1-2021]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/soukromy->

2.2. ČNB jako věřitel poslední instance v průběhu finanční krize 2008

ČNB nebyla nucena v průběhu finanční krize z roku 2008 aktivně vystupovat v roli věřitele poslední instance a vytvářet speciální programy na dodávání likvidity. Na dodání likvidity bankám pouze na podzim roku 2008 zavedla mimořádné dodávací repo operace. V rámci dodávacích repo operací (také označovaných jako reverzní repo operace) ČNB kupovala od bank cenné papíry, za které banky obdržely peněžní prostředky (tedy potřebnou likviditu), následně s ohledem na splatnost ČNB prodávala protistraně tyto cenné papíry zpět.

Propuknutí finanční krize vyvolalo zvýšený zájem o výběr hotovosti, což způsobilo pokles objemu primárních vkladů v některých bankách, které tak musely likviditu získávat jiným způsobem, což se však jevílo v podmínkách omezené funkčnosti mezibankovního trhu jako obtížné. V průběhu října 2008 tak ČNB zahájila operace, jejichž cílem bylo zvýšit likviditu na sekundárním trhu státních dluhopisů a otevřít bankám další kanály pro získání potřebné likvidity. Jednalo se o reverzní repo operace a devizové swapy. Prostřednictvím reverzních repo operací byla bankám poskytována likvidita proti zástavě cenných papírů se splatností 14 dní či 3 měsíce. Pro 14denní operace byla úroková sazba nastavena ve výši repo sazby zvýšené o 10 bazických bodů a pro 3 měsíční zvýšené o 30 bazických bodů. Devizové swapy sloužily na dodání korunové likvidity proti eurům. Nejvíce byly z těchto nástrojů využívány 14denní dodávací repo operace, ostatní operace měly spíše doplňkový charakter.⁵³

Zatímco v únoru roku 2008 ČNB ještě zvyšovala své základní úrokové sazby a repo sazba dosahovala úrovně 3,75 %, ve druhé polovině roku 2008 pak již docházelo k jejich snížení. V srpnu byla repo sazba snížena na 3,50 %, v listopadu na 2,75 % a od prosince činila 2,25 %.⁵⁴

V roce 2009 opětovně snížila repo sazbu ze stávající úrovně 2,25 % na 1 % a stejně tak upravovala i diskontní a lombardní sazbu. Dále pokračovala v reverzních repo operacích a devizových swapech. Mimořádně také ČNB prováděla s bankami výměny kolaterálu, kdy vyměňovala jejich méně likvidní cenné papíry za likvidnější.⁵⁵

sektor/bankovnictvi-a-platebni-sluzby/bankovnictvi/aktuality/2015/studie-dopadu-ucasti-ci-neucasti-cr-v-ba-20801

⁵³ ČNB. Výroční zpráva 2008, str. 44. [online]. [cit. 2021-06-06]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2008.pdf

⁵⁴ ČNB. Výroční zpráva 2008, str. 42. [online]. [cit. 2021-06-06]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2008.pdf

⁵⁵ ČNB. Výroční zpráva 2009, str. 41-43. [online]. [cit. 2021-06-06]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2009.pdf

V průběhu roku 2010 se již repo sazba dostala na historické minimum 0,75 %. V důsledku příznivého vývoje na finančním trhu se ČNB rozhodla ke konci roku 2010 ukončit mimořádné devizové operace, tříměsíční repo operace a snížila četnost provádění dvoutýdenních repo operací na dodávání likvidity na jednou týdně.⁵⁶

Jelikož však následně dopadla evropská dluhová krize i na českou ekonomiku, rozhodla ČNB ještě v průběhu roku 2010 tyto mimořádné operace ponechat v platnosti, od ledna 2011 však fungovala pouze dodávací repo operace s dvoutýdenní splatností. Přestože tuzemské banky se oproti evropským nacházely v dobré kondici, chtěla zanecháním mimořádných operací pomoci k jistému uklidnění situace. Dvoutýdenní repo sazbu ponechala na stejné úrovni jako v roce 2010.^{57 58}

I v roce 2012 pokračovala dále v mimořádných opatřeních, a navíc v tomto roce snížila i repo sazbu na historicky nízkou hodnotu 0,05 %. Dvoutýdenní repo operace a devizové swapy si i nadále ponechala ve svém měnověpolitickém instrumentariu, aby mohly být kdykoliv opět využity k dodání likvidity, pokud by to bylo nezbytné.⁵⁹

2.3. ČNB jako věřitel poslední instance v době pandemie COVID-19

V reakci na pandemii COVID-19 byla ve stavu legislativní nouze přijata novela zákona o ČNB. V situaci vyvolané pandemií bylo původní znění zákona o ČNB v oblasti obchodů ČNB na volném trhu a nástrojů měnové politiky příliš restriktivní. Důvodem k předložení návrhu zákona bylo reagovat na situaci vyvolanou pandemií a v tomto kontextu reflektovat i změny v provádění měnové politiky v celosvětovém měřítku a zejména v Evropské unii. Smyslem novely bylo poskytnout ČNB nové nástroje, díky nimž bude moct centrální banka předejít možnému nedostatku likvidity v některých částech finančního trhu a napomoci tak zajišťování finanční stability.⁶⁰

⁵⁶ ČNB. *Výroční zpráva 2010*, str. 44-46. [online]. [cit. 2021-06-06]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zpráva_2010.pdf

⁵⁷ Tamtéž, str. 45-46

⁵⁸ ČNB. *Výroční zpráva 2011*, str. 32-33. [online]. [cit. 2021-06-06]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zpráva_2011.pdf

⁵⁹ ČNB. *Výroční zpráva 2012*, str. 34. [online]. [cit. 2021-06-06]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zpráva_2012.pdf

⁶⁰ Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky. Návrh zákona včetně důvodové zprávy – sněmovní tisk 791/0, část č. 1/4 – novela z. o ČNB. [online]. [cit. 8-1-2021]. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=8&CT=791&CT1=0>

Novela s účinností od 24. dubna 2020 umožnila centrální bance obchodovat na finančním trhu bez omezení, a to jak z hlediska instrumentů, tak i doby splatnosti či určení protistran. Na základě této novely dostala ČNB nad rámec dosavadní právní úpravy oprávnění k plnění svých úkolů obchodovat na finančním trhu s investičními nástroji a dalšími cennými papíry, pohledávkami a dalšími aktivy formou nákupů a prodejů, repo obchodů, vkladů, výpůjček, zápůjček nebo termínových obchodů. Umožnila ČNB obchodovat s cennými papíry se splatností delší než jeden rok, a to i včetně státních dluhopisů, což znamená že vedle státních pokladničních poukázek mohla ČNB obchodovat i s dlouhodobými státními dluhopisy. Ani touto novelou však nedošlo ke změně pravidla ohledně zákazu měnového financování vlády. Díky této novele ČNB také dostala nově možnost dodávat likviditu nejen bankám, ale i některým nebankovním finančním institucím (jako například pojišťovnám, penzijním fondům či investičním společnostem, které jsou držiteli licence vydané ČNB), jelikož i pád relativně malé nebankovní instituce může vyvolat nebezpečné dominové efekty a ohrozit celkovou finanční stabilitu.^{61 62} Tato možnost čerpat likviditu od ČNB i pro nebankovní instituce byla zavedena z preventivních důvodů a v průběhu roku 2020 nebyla nebankovními institucemi využita, nicméně představovala jeden z faktorů, které napomohly ke zklidnění nálady na finančním trhu po propuknutí pandemie koronaviru.⁶³

Toto rozšíření pravomocí ČNB však novela umožnila pouze od dubna 2020 do konce roku 2021. Jednalo se o dílčí část větší novely zákona o ČNB, která již od roku 2016 opakovaně procházela legislativním procesem. Zaznívaly však požadavky, aby tato širší možnost obchodování zůstala centrální bance i nadále.⁶⁴ Poslanecká sněmovna následně 25. května 2021 definitivně schválila novelu zákona o České národní bance, kde potvrdila rozšíření spektra jejích měnověpolitických obchodů i po konci roku 2021. Novela zákona o České

⁶¹ Zákon č. 192/2020 Sb. ze dne 16. dubna 2020, kterým se mění zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, [online]. [cit. 8-1-2021]. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/sbirka.sqw?O=8&T=791>

⁶² ČNB. *Komentář ke schválení novely zákona o ČNB Sněmovnou*. [online] [cit. 8-1-2021]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/cnb-news/aktuality/Komentar-ke-schvaleni-novely-zakona-o-CNB-Snemovnou/>

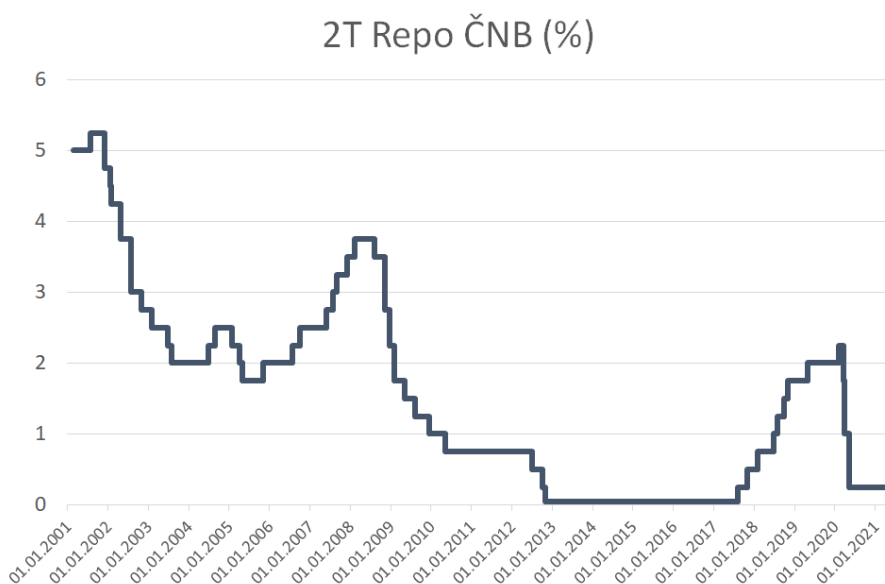
⁶³ ČNB. *Výroční zpráva 2020*, [online]. [cit. 6-6-2021]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zpráva_2020.pdf, str. 38

⁶⁴ ČNB. *Novela zákona o ČNB prošla Poslaneckou sněmovnou a míří do Senátu*. [online] [cit. 8-1-2021]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/cnb-news/aktuality/Komentar-ke-schvaleni-novely-zakona-o-CNB-Snemovnou/>

národní bance vyšla dne 9. 6. 2021 ve Sbírce zákonů jako zákon č. 219/2021 Sb. přičemž účinnosti nabyla dne 1. 8. 2021.^{65 66}

V rámci své pravomoci ČNB v reakci na krizi způsobenou pandemií postupně ve třech krocích snížila všechny své základní úrokové sazby. Klíčová dvoutýdenní repo sazba klesla celkem o 2 procentní body. Nejprve 16. března 2020 o 0,5 procentního bodu, dále 26. března 2020 o 0,75 procentního bodu a následně ještě 7. května 2020 o 0,75 procentního bodu, přičemž se ustálila na úrovni 0,25 %, Lombardní sazba byla nastavena na úroveň 1,00 % a diskontní sazba na 0,05 %.⁶⁷

Graf 1: Vývoj dvoutýdenní repo sazby ČNB



Zdroj: ČNB⁶⁸

ČNB také od března 2020 preventivně zvýšila četnost dodávacích repo operací, které byly využívány i při předchozí krizi, a to na třikrát týdně a od května 2020 opětovně zavedla dodávací repo operace se splatností tři měsíce pro úvěrové instituce, rozšířila spektrum akceptovaného zajištění v dodávacích repo operacích o hypoteční zástavní listy a rozšířila protistrany i o některé nebankovní finanční subjekty, které mají pro výkon své činnosti licenci

⁶⁵ MFČR. Novela zákona o České národní bance vyšla ve Sbírce zákonů. [online] [cit. 8-1-2021]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/bankovnictvi-a-platebni-sluzby/bankovnictvi/aktuality/2021/novela-zakona-o-ceske-narodni-bance-vysl-42084>

⁶⁶ Zákon č. 219/2021 Sb., kterým se mění zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, [online]. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/sbirka.sqw?cz=219&r=2021>

⁶⁷ ČNB. Měnová politika centrálních bank v reakci na epidemii koronaviru. [online] [cit. 9-1-2021]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Menova-politika-centralnich-bank-v-reakci-na-epidemii-koronaviru/

⁶⁸ ČNB. Jak se vyvíjela dvoutýdenní repo sazba ČNB? [online]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/casto-kladene-dotazy/Jak-se-vyvijela-dvoutydeni-repo-sazba-CNB/>

od ČNB. Minimální objem obchodu v rámci dodávacích repo operací pro banky činil 10 mil. Kč a úroková sazba byla nastavena ve výši dvoutýdenní repo sazby, pro nebankovní subjekty činil minimální objem obchodu 100 mil. Kč a úroková sazba byla nastavena ve výši dvoutýdenní repo sazby zvýšené o 20 bazických bodů. Toto mimořádné zvýšení frekvence dvoutýdenních dodávacích repo operací ponechala ČNB až do května 2021. Současně v květnu 2021 byla také zrušena dodávací repo operace se splatností tři měsíce (přičemž v průběhu roku 2020 ji banky aktivně nevyužívaly).^{69 70 71}

⁶⁹ ČNB. Opatření ČNB v reakci na nákazu covid-19. [online] [cit. 9-1-2021]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/tematicke-prilohy-a-boxy/Opatreni-CNB-v-reakci-na-nakazu-covid-19/>

⁷⁰ ČNB. Parametry dodávací repo operace. [online] [cit. 9-1-2021]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/financni-trhy/penezni-trh/parametry-dodavaci-repo-operace/>

⁷¹ ČNB. *Výroční zpráva 2020*, [online]. [cit. 6-6-2021]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zpráva_2020.pdf, str. 38

3. Institut věřitele poslední instance v Evropské unii

3.1. Zakotvení institutu věřitele poslední instance v právu EU a vztah ECB a národních centrálních bank

Právní zakotvení institutu věřitele poslední instance poskytuje na evropské úrovni Smlouva o FEU a Statut Evropského systému centrálních bank a Evropské centrální banky.

Dle článku 282 odst. 1 Smlouvy o FEU Evropská centrální banka společně s národními centrálními bankami tvoří Evropský systém centrálních bank (ESCB). Evropská centrální banka a národní centrální banky členských států, jejichž měnou je euro, tvoří Eurosystem⁷² a řídí měnovou politiku Unie.⁷³ Eurosystem a ESCB mají paralelně fungovat do té doby, než se všechny členské státy EU stanou členy eurozóny.⁷⁴

Dle článku 129 odst. 1 Smlouvy o FEU je ESCB řízen rozhodovacími orgány ECB, kterými jsou Rada guvernérů a Výkonná rada.⁷⁵

Článek 127 odst. 1 společně s článkem 282 odst. 2 Smlouvy o FEU jasně vymezují hlavní cíl ESCB, kterým 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 rovněž jedná ve shodě se zásadami stanovenými v článku 119 Smlouvy o FEU (tedy se zásadami pro dosažení stabilní ceny, zdravých veřejných financí a měnových podmínek a trvale udržitelné platební bilance) a dále v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství s volnou soutěží, čímž podporuje efektivní umístění zdrojů.⁷⁶

Kromě tohoto primárního cíle stanoví článek 127 také sekundární cíle ESCB, které by měly být sledovány, pokud to není na úkor cenové stability. Dle odstavce 2 tohoto článku jde o vymezení a provádění měnové politiky Unie, provádění devizových operací v souladu s článkem 219 Smlouvy o FEU, držení a spravování oficiální devizové rezervy členských států a podporu plynulého fungování platebních systémů. Odstavec 5 tohoto článku pak ještě rozšiřuje úkoly ESCB o přispívání k řádnému provádění opatření, která přijímají příslušné orgány v oblasti dohledu nad úvěrovými institucemi a ke stabilitě finančního systému. Tyto úkoly jsou také vymezeny v článku 3 Statutu ESCB a ECB.⁷⁷

⁷² Eurosystem je měnovou autoritou eurozóny.

⁷³ Smlouva o FEU, čl. 282 odst. 1

⁷⁴ ECB. *ECB, ESCB a Eurosystem*. [online]. [cit. 8-1-2021]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.cs.html>

⁷⁵ Smlouva o FEU, čl. 129 odst. 1

⁷⁶ Smlouva o FEU, čl. 127 odst. 1, čl. 119

⁷⁷ Smlouva o FEU, čl. 127 odst. 2, 5

Významný je také článek 123 SFEU, který zakazuje ECB a centrálním bankám členských států poskytovat možnost přečerpání zůstatku bankovních účtů nebo jakýkoli jiný typ úvěru orgánům a veřejnoprávním subjektům Unie a členských států a přímo nakupovat jejich dluhové nástroje.⁷⁸

Dle článku 14 odst. 3 statutu ESCB a ECB jsou národní centrální banky nedílnou součástí ESCB a jednají v souladu s obecnými zásadami a pokyny ECB. K dodržování obecných zásad a pokynů ECB přijímá Rada guvernérů nezbytná opatření a vyžaduje, aby jí byly poskytovány veškeré dostupné informace. Článek 14 odst. 4 statutu ESCB a ECB stanoví, že národní centrální banky mohou vykonávat i jiné funkce než ty uvedené ve Statutu, pokud je Rada guvernérů dvoutřetinovou většinou odevzdaných hlasů neprohlásí za neslučitelné s cíli a úkoly Eurosystemu. Tyto funkce jsou vykonávány na vlastní odpovědnost a na vlastní účet národních centrálních bank a nejsou pokládány za součást činnosti ESCB.⁷⁹

Při otázce, na jakém právním základě je pomoc od věřitele poslední instance poskytována, je třeba rozlišovat, zda má být nedostatek likvidity řešen na makroúrovni nebo na mikroúrovni. V prvním případě jde o podporu likvidity na několika národních finančních trzích, což je plně v kompetenci ECB (na centralizované úrovni) a tvoří součást jejich měnověpolitických povinností v souladu s článkem 18 Statutu ESCB a ECB a článkem 127 Smlouvy o FEU. V druhém případě se jedná o individuální pomoc s dodáním likvidity konkrétní problémové bance, což spadá do pravomoci národních centrálních bank (tedy na decentralizované úrovni), prováděné na jejich vlastní odpovědnost v souladu s článkem 14 odst. 4 Statutu ESCB a ECB. Národní centrální banky v eurozóně v roli věřitele poslední instance poskytují nouzovou pomoc v oblasti likvidity (Emergency Liquidity Assistance – ELA). Tuto nouzovou pomoc poskytuje národní centrální banka země, ve které má problémová banka sídlo.⁸⁰

Úlohu věřitele poslední instance tedy v eurozóně plní ECB a 19 národních centrálních bank, které jsou součástí eurozóny. Institute mimo eurozónu nemají přístup k financování od ECB, a tak nejsou schopny přímo získat likviditní a úvěrové linky od ECB. Tak je tomu

⁷⁸ Smlouva o FEU, čl. 123

⁷⁹ Statut ESCB a ECB čl. 14 odst. 3, 4

⁸⁰ European Parliament. *The Single Monetary Policy and Decentralisation: An Assessment*, září 2017, str. 6. [online]. [cit. 8-1-2021]. Dostupné z: https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/126961/MO%20DIW_BERLIN%20final.pdf

například v případě České republiky, kde roli věřitele poslední instance vykonává ČNB. Pokud se tedy instituce v ČR dostanou do potíží s likviditou, musí požádat o pomoc právě ČNB.⁸¹

3.2. ECB jako věřitel poslední instance v průběhu finanční krize 2008 a evropské dluhové krize

Protikrizové nástroje ECB jako věřitele poslední instance se vyvíjely zejména až postupně s prohlubováním evropské dluhové krize, kdy ECB musela přijímat mimořádná opatření dalece přesahující rámec standardních monetárních operací.

První členský stát eurozóny, kde se dluhová krize projevila naplno, bylo Řecko, které také jako první muselo zažádat o financování ze zdrojů Evropské unie. Výnosy řeckých státních dluhopisů se dostaly na neudržitelnou úroveň a Řecko ztratilo možnost půjčovat si prostředky na finančních trzích. I přestože byla Řecku požadovaná finanční pomoc poskytnuta, nedokázala již zabránit dominovému efektu a rozšiřování krize do dalších slabších států eurozóny. Krize později propukla v Irsku a Portugalsku, které taktéž musely požádat o mezinárodní finanční pomoc. Následně se do problémů dostaly i daleko větší země jako Španělsko a Itálie.⁸²

Jakmile se tedy do problémů dostalo Řecko, poklesla důvěra investorů i ve státní dluhopisy dalších, zejména periferních zemí EU, které tak začínali investoři masivně prodávat a raději investovali do dluhopisů bezpečnějších zemí jako například německých. Odliv kapitálu v periferních zemích nastartoval krizi s likviditou postupně přerůstající až do problému se solventností. Ztráta důvěry totiž vedla k růstu úrokových sazeb na trhu státních dluhopisů. Vyšší úrok však zhoršuje platební schopnost vlád související s obsluhou státního dluhu (rostoucí náklady v podobě úrokových plateb). Trhy státních dluhopisů v měnové unii mají stejnou strukturu jako bankovní systém, a proto i krize s likviditou vzniká podobně. Samotná existence věřitele poslední instance brání takovéto kaskádové ztrátě důvěry, přispívá k uklidnění trhů a zabrání tak vyvolání krize likvidity.⁸³

Krize na trhu státních dluhopisů se tak postupně projevovala i v nedostatku likvidity v bankovním systému. Klíčovým argumentem, proč má být ECB věřitelem poslední instance

⁸¹ MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Aktualizace studie dopadu účasti či neúčasti ČR v bankovní unii*, prosinec 2020, str. 96-97. [online]. [cit. 9-1-2021]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/bankovnictvi-a-platebni-sluzby/bankovnictvi/aktuality/2015/studie-dopadu-ucasti-ci-neucasti-cr-v-ba-20801>

⁸² *Řešení eurokrize: federalizace, nebo rozpad eurozóny?* souhrnná publikace z vědeckopopularizačního semináře realizovaného v rámci projektu Podpora šíření poznatků výzkumu evropské integrace, Newton College Brno. Praha: Vzdělávací středisko na podporu demokracie (organizace), 2012, 182 s. ISBN 978-80-904281-9-5, str. 7

⁸³ DE GRAUWE, Paul. *The European Central Bank as a lender of last resort*, 2011. [online]. [cit. 9-4-2021]. Dostupné z: <https://voxeu.org/article/european-central-bank-lender-last-resort#fn1>

nikoli pouze pro bankovní sektor eurozóny, ale také pro jednotlivé členské státy eurozóny, je, že závazky bankovního sektoru země jsou obvykle mnohonásobně větší než závazky národní vlády. Je proto výhodnější pokusit se krizi zastavit již na trhu státních dluhopisů, neboť její následné rozšíření na bankovní sektor znamená nutnost poskytnutí mnohem vyššího objemu finanční pomoci.⁸⁴

Podpora likvidity komerčních bank pomocí snížení úrokových sazeb a klasických refinančních operací se ukázala jako nedostatečná. Aby zachránila bankovní systém, byla ECB nucena k masivním intervencím v podobě poskytnutí téměř neomezené likvidity bankovnímu sektoru a odkupování státních dluhopisů krizových zemí, čímž na sebe nakonec převzala roli věřitele poslední instance pro státy eurozóny. V následujících odstavcích budou tato přijatá opatření blíže popsána.

a) Snižování klíčových úrokových sazeb ECB

První reakcí na šířící se krizi bylo snižování hlavních úrokových sazeb ECB. Po pádu investiční banky Lehman Brothers v říjnu 2008 Rada guvernérů rozhodla o snižování základních úrokových sazeb na historicky nízké hodnoty. Počínaje říjnem 2008 byla v několika krocích základní sazba snížena celkem o 375 bazických bodů na 1 % v květnu 2009.⁸⁵

ECB se však dostala do situace, kdy se další snižování základních úrokových sazeb začalo jevit jako neúčinné a klasická (standardní, resp. konvenční) měnová politika přestávala fungovat při plnění stanovených měnověpolitických cílů. Ve snaze posílit přístup komerčních bank eurozóny k likviditě proto Rada guvernérů dále rozhodla také o přijetí nestandardních (nekonvenčních) opatření měnové politiky.

b) Evropský mechanismus stability (EMS)

V průběhu května 2010 členské státy eurozóny odsouhlasily vytvoření Evropského fondu finanční stability (EFSF) a doprovodného Evropského mechanismu finanční stability (EMFS), které roku 2012 nahradila trvalá instituce Evropský mechanismus stability (EMS). Vznik těchto programů vyplynul z odmítavého postoje ECB vystupovat v roli věřitele poslední instance na trhu vládních dluhopisů. To donutilo členy eurozóny vytvořit náhradní instituci, nejprve EFSF a EFSM a později nahrazené EMS. EMS smí poskytovat půjčky státům, které jsou součástí programu, za stanovených podmínek má možnost intervenovat na primárním a

⁸⁴ DE GRAUWE, Paul. *The European Central Bank as a lender of last resort*, 2011. [online]. [cit. 9-4-2021]. Dostupné z: <https://voxeu.org/article/european-central-bank-lender-last-resort#fn1>

⁸⁵ ZAMRAZILOVÁ, Eva. *Měnová politika: krátkodobá stabilizace versus dlouhodobá rizika*. Politická ekonomie, č. 1, 2014, str. 4

sekundárním trhu s vládními dluhopisy a dále se také může účastnit se na rekapitalizaci finančních institucí. První pomoc poskytnutou z prostředků EMS dostal Kypr ve výši 9 miliard EUR. EMS také převzal od EFSF závazek poskytnout 100 miliard EUR na rekapitalizaci španělských bank.⁸⁶

Zatímco původní ESFS byl založen na státních garancích za emitované dluhopisy, EMS vznikl jako nadnárodní finanční instituce založená členskými státy eurozóny disponující vlastním kapitálem. Celková výše upsaného kapitálu činila 700 miliard EUR, výše úvěrové kapacity byla limitována částkou 500 miliard EUR.⁸⁷

Problém této instituce spočívá v tom, že nikdy nebude mít potřebnou důvěryhodnost k zastavení šířící se nákazy finančního systému, jelikož nemůže zaručit, že bude mít vždy k dispozici dostatek finančních prostředků k výplatě držitelů státních dluhopisů. Takovou záruku může totiž poskytnout jen centrální banka, která může vytvářet neomezené množství peněz. Další nevýhodou této instituce je nevhodná struktura správy, která se nehodí pro řešení krizí. Každá země si zachovává právo veta, a tudíž její rozhodnutí do určité míry závisí na politických vlivech v jednotlivých členských státech. Již při vzniku této instituce převládal názor, že snaha ECB o převedení funkce věřitele poslední instance na tuto instituci má potenciál přivodit další finanční krizi.⁸⁸ Ostatně i Bagehot v rámci svých zásad zmiňuje, že jediným věřitelem poslední instance by měla být právě centrální banka.

c) Program pro trhy s cennými papíry (SMP)

V květnu 2010 ohlásila ECB zřízení programu pro trhy s cennými papíry (Securities Markets Programme, SMP) dle článku 18 odst. 1 Statutu ESCB a ECB, v jehož rámci měla ECB nakupovat na sekundárním trhu vládní i soukromé dluhopisy. Smyslem programu byla zejména podpora hroučících se trhů vládních dluhopisů v ohrožených zemích eurozóny a obnovení funkčnosti tradičního kanálu transmisního mechanismu měnové politiky. ECB odůvodnila vznik tohoto programu tím, že kolaps trhů vládních dluhopisů by způsobil značné ztráty držitelům těchto dluhopisů, mezi které patřily i komerční banky. Ztráty obchodních bank z klesajících cen vládních dluhopisů způsobují, že se banky musí rekapitalizovat, což následně omezuje jejich kapacitu poskytovat úvěry. Kromě toho také výnosy vládních dluhopisů mnohdy slouží jako referenční hodnoty při určování klientských úrokových sazeb. Jelikož k nákupům

⁸⁶ DĚDEK, Oldřich. *Záchranné mechanismy*, 2015. [online]. [cit. 9-4-2021]. Dostupné z https://www.zavedenieura.cz/cs/euro/eurozona/zachranne-mechanismy#ZaMe_5

⁸⁷ Tamtéž

⁸⁸ DE GRAUWE, Paul. *The European Central Bank as a lender of last resort*, 2011. [online]. [cit. 9-4-2021]. Dostupné z: <https://voxeu.org/article/european-central-bank-lender-last-resort#fn1>

docházelo výlučně na sekundárním trhu a byly také plně sterilizovány (tedy, že likviditu, kterou ECB těmito nákupy uvolnila, ve stejné míře jinými operacemi z trhu odčerpávala zpět), se tak nejednalo o kvantitativní uvolňování a ECB zavedením tohoto programu ani neporušila článek 123 Smlouvy o FEU o zákazu měnového financování členských států eurozóny. Většina nákupů byla realizována ve dvou obdobích, kdy v prvním na přelomu jara a léta 2011 nakupovala převážně řecké, irské a portugalské dluhopisy, v druhé fázi na přelomu léta a podzimu 2012 se již soustředila převážně na dluhopisy italské, španělské, portugalské a irské, naopak řecké již nakupovány nebyly. Od zahájení programu v květnu 2010 do ukončení v roce 2012 ECB nakoupila cenné papíry v hodnotě 211 miliard EUR.^{89 90}

d) Dlouhodobé refinanční operace (LTRO)

V polovině roku 2011 bylo zřejmé, že stávající program SMP nebude stačit k uklidnění situace na trhu. Místo rozšíření programu SMP proto ECB v prosinci 2011 oznámila uskutečnění dvou masivních dlouhodobých refinančních operací (LTRO) ve snaze zaplavit komerční banky dodatečnou likviditou, snížit výnosové míry na delším konci výnosové křivky a dostat peníze dále do ekonomiky a zabránit útlumu hospodářské aktivity. Před začátkem krize v roce 2008 byla nejdelší splatnost refinančních operací tři měsíce. Jak se krize vyvíjela, LTRO se prodlužovaly a zvyšoval se jejich objem. V dubnu 2008 ECB poprvé nabídla doplňkové LTRO se šestiměsíční splatností.⁹¹

V říjnu 2008 změnil Eurosystem všechny své refinanční operace na tzv. modalitu „fixní sazby s plným přidělením“, čímž plně vyhověl poptávce soukromých bank po likviditě centrální banky. V květnu 2009 pak bylo oznámeno provedení tří operací LTRO s pevnou sazbou s plným přidělením, u kterých se splatnost prodloužila již na 12 měsíců.⁹²

V důsledku dalšího zhoršení situace na finančních trzích v eurozóně rozhodla ECB v druhé polovině roku 2011 o provedení dvou LTRO se splatností již 36 měsíců. V rámci těchto LTRO přijímala i nelikvidní a na mezibankovním trhu téměř neobchodovatelná aktiva. Dočasně na sebe přebrala rizika související s držbou těchto aktiv, jen aby zajistila bankám dostatek likvidity, zabránila zamrznutí mezibankovního trhu, a především aby banky i nadále mohly

⁸⁹ ROJÍČEK, Marek et al. Makroekonomická analýza – teorie a praxe. Grada Publishing, 2016, 544 s. ISBN 978-80-247-5858-9, str. 442

⁹⁰ DĚDEK, Oldřich. *Protikrizové kroky Evropské centrální banky*, 2010. [online]. [cit. 9-4-2021]. Dostupné z: <https://www.zavedenieura.cz/cs/narodni-koordinacni-skupina/tiskove-centrum/aktuality/2010/protikrizove-kroky-evropske-centralni-ba-1756>

⁹¹ KUEPPER, Justin. *Long-term Refinancing Operations*, 2021. [online]. [cit. 10-4-2021]. Dostupné z: <https://www.thebalance.com/what-is-a-ltro-or-long-term-refinancing-operation-1979094>

⁹² ECB. The response of the Eurosystem to the financial crisis, 2009. [online]. [cit. 10-4-2021]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp091110.en.html>

poskytovat úvěry firmám a domácnostem. První uskutečnila v prosinci 2011 v objemu 489,2 miliard EUR pro 523 bank a druhou v únoru 2012 ve výši 529,5 miliard EUR pro 800 bank eurozóny. Úroková sazba pro tyto operace byla stanovena na 1 %.⁹³

e) **Přímé monetární transakce (OMT)**

Jelikož ECB nebyla schopna dostat situaci pod kontrolu přislíbil prezident ECB Mario Draghi v létě 2012, že je připraven udělat vše pro záchranu eura „at' to stojí, co to stojí“ (whatever it takes) a současně oznámil spuštění nového neomezeného programu nákupu státních dluhopisů krizových zemí s názvem Outright Monetary Transactions (OMT), čímž na sebe ECB převzala roli věřitele poslední instance. Cítila, že tuto úlohu musí převzít, protože eurozóna neměla fiskální instituci schopnou zastavit zhoršování krize a zabránit rozpadu Evropské měnové unie.⁹⁴

Program cílil na nákup vládních dluhopisů členských států eurozóny silně ohrožených dluhovou krizí s dobou do splatnosti od jednoho roku do tří let. ECB argumentovala tím, že přijetí tohoto programu je nutné k odstranění distorzí na trzích s vládními dluhopisy, jelikož nefunkční trhy dluhopisů deformují měnové prostředí a ve výsledku mohou mít dopady na cenovou stabilitu. Do programu mohly být zařazeny jen dluhopisy těch zemí eurozóny, které využívaly oficiální finanční pomoci z programů ESFS a EMS, a tedy i dodržující mnohá náročná opatření k obnovení konkurenceschopnosti a makroekonomické rovnováhy. Nákupy těchto dluhopisů měly být uskutečňovány na sekundárním trhu a měly být zcela sterilizovány, přičemž kvantitativní limity pro objemy nákupů nebyly stanoveny. V souvislosti se zavedením tohoto programu také došlo v září 2012 k ukončení programu SMP.^{95 96}

f) **Nouzová pomoc v oblasti likvidity (ELA)**

V průběhu evropské dluhové krize byla likvidita dodávána taktéž na národní úrovni formou krátkodobých nízkouročených úvěrů prostřednictvím Emergency Liquidity Assistance (ELA). Jak již bylo zmíněno, jedná se o nástroj, který zajišťuje dodání likvidity bankám v eurozóně v nouzových situacích prostřednictvím jejich národní centrální banky. Za

⁹³ CUPALOVÁ, Marcela. *Evropská centrální banka a její role v krizi*, 2012, str. 3. [online]. [cit. 10-4-2021]. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=122944>

⁹⁴ FUERTES, Ana-Maria et al. *How did the ECB save the Eurozone without spending a single euro?* 2015. [online]. [cit. 11-4-2021]. Dostupné z: <https://voxeu.org/article/how-did-ecb-save-eurozone-without-spending-single-euro>

⁹⁵ ECB. Technical features of Outright Monetary Transactions, 2012. [online]. [cit. 11-4-2021]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html

⁹⁶ DĚDEK, Oldřich. Protikrizová bazuka ECB je v souladu s evropským právem, 2016. [online]. [cit. 11-4-2021]. Dostupné z: <https://www.zavedenieura.cz/cs/narodni-koordinacni-skupina/tiskove-centrum/aktuality/2016/protikrizova-bazuka-ecb-je-v-souladu-s-e-2685>

poskytování ELA jsou odpovědné národní centrální banky, avšak ECB jejich činnost v roli věřitele poslední instance kontroluje. Veškeré náklady spojené s poskytnutím ELA tak nese příslušná národní centrální banka. Na základě již zmíněného článku 14 odst. 4 statutu ESCB a ECB má Rada guvernérů ECB možnost ELA omezit anebo proti ní vznést námitky, pokud tak Rada rozhodne dvoutřetinovou většinou odevzdaných hlasů. Námitky však mohou vznést pouze v případě, že by ELA mohla narušit měnovou politiku ECB nebo cíle a úkoly Eurosystemu.⁹⁷

V rámci ELA některá z národních centrálních bank Eurosystemu poskytne (i) peníze centrální banky a/nebo (ii) jakoukoli jinou pomoc, která může vést ke zvýšení objemu peněz centrální banky, a to solventní finanční instituci nebo skupině solventních finančních institucí, která čelí přechodným problémům s likviditou, aniž by taková operace byla součástí jednotné měnové politiky.⁹⁸

g) Program nákupu aktiv (APP)

Program nákupu aktiv (APP) je dalším z nestandardních měnověpolitických opatření ECB, kterým byl oznámen Mariem Draghim v lednu 2015, a kterým ECB oficiálně zahájila kvantitativní uvolňování. Skládá se z programu nákupu cenných papírů podnikového sektoru (CSPP), programu nákupu cenných papírů veřejného sektoru (PSPP), programu nákupu cenných papírů krytých aktivy (ABSPP) a programu nákupu krytých dluhopisů (CBPP3).⁹⁹

3.3. ECB jako věřitel poslední instance v době pandemie COVID-19

S nástupem koronavirové krize ECB opět potvrdila svou úlohu věřitele poslední instance, který je připraven poskytnout neomezenou likviditu prostřednictvím nekonvenčních opatření měnové politiky.

Cílem ECB je snaha o to, aby se banky nestaly původcem dodatečných ekonomických problémů, ale naopak se staly součástí jejich řešení, což vyzdvihl ve svém vyjádření i předseda Rady dohledu ECB Andrea Enria: „*Na rozdíl od finanční krize v roce 2008 banky tentokrát nejsou zdrojem problému. Musíme však zajistit, aby mohly být součástí řešení.*“¹⁰⁰

⁹⁷ ECB. *Co je to věřitel poslední instance?* 2019, [online]. [cit. 11-1-2021]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/what-is-a-lender-of-last-resort.cs.html>

⁹⁸ ECB, *Postup při poskytování nouzové pomoci v oblasti likvidity.* [online]. [cit. 14-1-2021]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/201402_elaprocedures.cs.pdf

⁹⁹ ECB. *Asset purchase programmes.* [online]. [cit. 12-4-2021]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

¹⁰⁰ ECB. *Naše odpověď na koronavirovou pandemii,* [online]. [cit. 15-1-2021]. Dostupné z: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.cs.html>

Dne 12. března 2020 rozhodla ECB o komplexním souboru měnověpolitických opatření s cílem zajistit, aby banky mohly plnit svou roli při financování ekonomiky, jakmile se projeví hospodářské důsledky pandemie. První z těchto rozhodnutí se týkalo přechodného provádění dodatečných dlouhodobějších refinančních operací (LTRO) za úrokovou sazbu rovnající se průměrné úrokové sazbě pro vkladovou facilitu se záměrem poskytnout okamžitou podporu v oblasti likvidity finančnímu systému eurozóny. ECB chtěla v rámci těchto dodatečných LTRO poskytnout likviditu za příznivých podmínek a pokrýt tak období do cílených dlouhodobějších refinančních operací TLTRO III v červnu 2020. Dále rozhodla o uvolnění podmínek v rámci TLTRO III v období od června 2020 do června 2021 a to tak, že v průběhu tohoto období bude úroková sazba pro tyto operace činit 25 bazických bodů pod úrovní průměrné úrokové sazby uplatňované v hlavních refinančních operacích Eurosystemu. Kromě toho byla zvýšena maximální celková částka, kterou si měly protistrany v operacích TLTRO III možnost vypůjčit, na 50 % jejich stavu způsobilých úvěrů¹⁰¹. Mimo jiné také Rada guvernérů navýšila program nákupu aktiv Asset Purchase Programme (APP) o 120 miliard EUR do konce roku 2020, v úmyslu podpořit zejména nákup cenných papírů soukromého sektoru.

Hned 18. března 2020 v reakci na výrazné zhoršení situace a extrémní volatilitu finančních trhů přijala Rada guvernérů dodatek, který odůvodnila tím, že pandemie koronaviru představuje nouzovou situaci a jedná se o mimořádný hospodářský šok, který vyžaduje bezodkladnou reakci.¹⁰² Cílem Rady guvernérů bylo stabilizovat finanční trhy a působit proti prudkému ztížení finančních podmínek. V rámci tohoto dodatku bylo oznámeno spuštění nového dočasného nouzového pandemického programu nákupu aktiv (PEPP) zaměřeného na cenné papíry soukromého a veřejného sektoru v celkové hodnotě 750 miliard EUR a trvajícího nejméně do konce roku 2020.¹⁰³ Mimo to byla Radou guvernérů rozšířena škála způsobilých aktiv v rámci programu nákupu cenných papírů podnikového sektoru (CSPP).¹⁰⁴

Následně přijala Rada guvernérů dva balíčky dočasných opatření, kterými zmírnila standardy zajištění. Nejprve 7. dubna 2020 oznámila zmírnění požadavků na kolaterál, zejména pro usnadnění využití operací na poskytnutí likvidity jako jsou operace TLTRO III. Dne 22. dubna v rámci druhého balíčku oznámila, že od 7. dubna zmrazí úvěrové ratingy, tedy že

¹⁰¹ Mezi způsobilé úvěry byly zařazovány zejména úvěry podnikům a domácnostem.

¹⁰² EUROPEAN PARLIAMENT. *The ECB in the COVID-19 Crisis: Whatever it Takes, Within its Mandate. Monetary Dialogue Papers*, červen 2020, str. 12. [online]. [cit. 16-1-2021]. Dostupné z: https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/207681/BRUEGEL_FINAL%20online.pdf

¹⁰³ ECB. *Rozhodnutí přijatá Radou guvernérů ECB (jiná než rozhodnutí o stanovení úrokových sazeb)*. [online]. [cit. 28-1-2021]. Dostupné z:

<https://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2020/html/ecb.gc200504~fbc1bc4114.cs.html>

¹⁰⁴ ECB. *Rok ve zkratce*, 2021. [online]. [cit. 11-5-2021]. Dostupné z:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2020~4960fb81ac.cs.html>

obchodovatelná aktiva a emitenti takových aktiv, kteří k 7. dubnu 2020 naplňovali minimální požadavky na úvěrovou kvalitu, budou i v případě snížení ratingu nadále považováni za způsobilé, pokud rating setrvá nad určenou úroveň úvěrové kvality a všechny ostatní předpoklady na způsobilost budou i nadále splňovány.¹⁰⁵

V dubnu 2020 se ekonomická situace nadále zhoršovala, neboť došlo k značnému zastavení ekonomické aktivity ve všech zemích eurozóny. Dne 30. dubna 2020 Rada guvernérů proto rozhodla o dalším uvolnění podmínek dlouhodobějších refinančních operací (TLTRO III), které spočívalo ve snížení úrokové sazby z těchto operací během období od června 2020 do června 2021 na 50 bazických bodů pod úroveň průměrné úrokové sazby pro hlavní refinanční operace Eurosystemu ve stejném období. Dále bylo rozhodnuto o provedení nové série sedmi nouzových pandemických dlouhodobějších refinančních operací (PELTRO) za úrokovou sazbu, která je 25 bazických bodů pod úrovní průměrné úrokové sazby pro hlavní refinanční operace. Cílem PELTRO bylo podpořit likviditu finančního systému eurozóny a přispět k zajištění hladkého fungování peněžních trhů vytvořením účinné likviditní pojistky.¹⁰⁶

Z makroekonomické predikce ECB z června 2020 vyplynulo, že zvýšená nejistota ohledně budoucí ekonomické situace vedla k výraznému poklesu spotřebitelských výdajů a investic a že dochází k prudkému poklesu reálného HDP. V této souvislosti ECB rozhodla o souboru dalších měnověpolitických opatření na podporu ekonomiky. Zejména rozhodla navýšit objem PEPP o 600 miliard EUR na celkových 1 350 miliard EUR, prodloužit čisté nákupy v rámci PEPP alespoň do konce června 2021 a prodloužit reinvestici plateb jistiny ze splatných cenných papírů nakoupených v rámci PEPP alespoň do konce roku 2022.¹⁰⁷

Po mírném zotavení ekonomické aktivity v průběhu léta 2020, došlo v průběhu podzimu k opětovnému zhoršení epidemické situace a tím i k opětovnému útlumu ekonomiky. V prosinci 2020 přijala Rada guvernérů rozhodnutí dále navýšit objem PEPP o dalších 500 miliard EUR, tedy na celkových 1 850 miliard EUR, prodloužit čisté nákupy v rámci PEPP nejméně do března 2022 a prodloužit reinvestice splátek jistiny ze splatných cenných papírů nakoupených v rámci PEPP alespoň do konce roku 2023. Dále Rada guvernérů rozhodla o zachování příznivějších podmínek pro TLTRO III až do června 2022, přislíbila provést tři další

¹⁰⁵ ECB. *Rok ve zkratce*, 2021. [online]. [cit. 11-5-2021]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2020-4960fb81ae.cs.html>

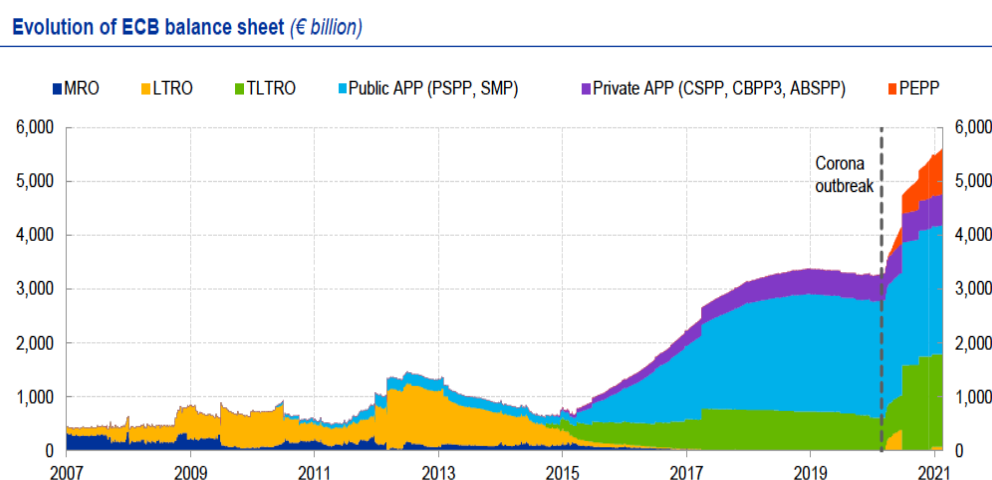
¹⁰⁶ ECB, *Rozhodnutí přijatá Radou guvernérů ECB (jiná než rozhodnutí o stanovení úrokových sazeb)*. [online]. [cit. 28-1-2021]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/press/govdec/otherdec/2020/html/ecb.gc200504-fbc1bc4114.cs.html>

¹⁰⁷ ECB. *Rok ve zkratce*, 2021. [online]. [cit. 11-5-2021]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2020-4960fb81ae.cs.html>

operace během roku 2021 a zvýšit celkovou částku, kterou si protistrany budou moci vypůjčit, z 50 % na 55 % objemu způsobilých úvěrů. Také rozhodla o prodloužení doby trvání souboru opatření přijatých v dubnu 2020, kterými zmírnila standardy zajištění, a to do června 2022. Zároveň se rozhodla nabídnout v průběhu roku 2021 další čtyři operace PELTRO.¹⁰⁸

Od začátku pandemie tak v důsledku přijatých opatření prudce narostl objem rozvahy ECB. Je patrné, že současný objem rozvahy výrazně převýšil objem vykazovaný při evropské dluhové krizi. Tento vývoj včetně podílu jednotlivých programů na tomto nárůstu zachycuje následující graf.

Graf 2: Vývoj bilance ECB



Zdroj: Isabel Schnabel: The ECB's policy response to the COVID-19 pandemic¹⁰⁹

ECB tak v průběhu koronavirové krize jednak využila již dříve zavedené programy na dodání likvidity, zároveň ale také rozhodla o zavedení nových programů. V následujících odstavcích budou tyto programy detailněji přiblíženy.

a) **Cílené dlouhodobější refinanční operace (TLTRO)**

Operace TLTRO poskytují bankám financování za velmi výhodných podmínek. Výhoda těchto operací pro banky spočívá v nižší úrokové sazbě až -1 % (tedy ve výši 0,5 procentního bodu pod úroveň vkladové facility ECB). Tyto příznivější podmínky úvěrování byly bankám nabízeny od 24. června 2020 a budou dále nabízeny až do 23. června 2022.

¹⁰⁸ ECB. *Rok ve zkratce*, 2021. [online]. [cit. 11-5-2021]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2020~4960fb81ae.cs.html>

¹⁰⁹ SCHNABEL, Isabel. *The ECB's policy response to the COVID-19 pandemic*. University of Chicago Booth School of Business, 2021 [online]. [cit. 12-5-2021]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210218~d8857e8daf.en.pdf>

Podmínkou je však následné využití takto získaných prostředků pro úvěrování podniků a spotřebitelů, což je zajišťováno i omezením maximální nabízené částky k vypůjčení na 50 % respektive 55 % jejich stavu způsobilých úvěrů (úvěrů podnikům a domácnostem). V rámci programu TLTRO jsou nabízeny dlouhodobější úvěry, které výrazně převyšují splatnost standardních nástrojů ECB na poskytování likvidity.¹¹⁰

ECB historicky zahájila celkem tři série operací TLTRO, a to sice TLTRO I v roce 2014, TLTRO II v roce 2016 a TLTRO III v roce 2019. Program TLTRO III byl následně uzpůsoben tak, aby reagoval na dopady koronavirové krize. Program TLTRO III sestává z deseti operací se splatností tří let (TLTRO I a II měly splatnost až čtyři roky), přičemž poslední operace bude provedena v prosinci 2021.¹¹¹

b) Nouzové pandemické dlouhodobější refinanční operace (PELTRO)

Dne 30.dubna 2020 oznámila ECB provedení série sedmi nových necílených nouzových pandemických dlouhodobějších refinančních operací se zahájením v květnu 2020 a se splatností do září 2021. Operace jsou založeny na tendrech s úrokovou sazbou, která je 25 bazických bodů pod úrovní průměrné úrokové sazby pro hlavní refinanční operace. V prosinci 2020 rozhodla ECB o provedení dalších čtyř operací PELTRO v průběhu roku 2021.¹¹²

c) Nouzový pandemický program nákupu aktiv (PEPP)

Nouzový pandemický program nákupu aktiv (PEPP) zahájila ECB v březnu 2020. Jedná se o dočasný program nákupu aktiv, který se zaměřuje na cenné papíry státního i soukromého sektoru. Původní objem PEPP ve výši 750 miliard EUR byl v průběhu června 2020 navýšen o 600 miliard EUR a v prosinci téhož roku o 500 miliard EUR na novou celkovou částku 1 850 miliard EUR. Čisté nákupy v rámci programu PEPP budou trvat nejméně do března 2022.¹¹³

Zvláštností tohoto nového programu je, že zahrnuje poprvé od finanční a dluhové krize v eurozóně také řecké státní dluhopisy. V předchozích nákupních programech ECB nebyly řecké státní dluhopisy zahrnuty, jelikož si ještě nezískaly dostatečnou investiční důvěru.¹¹⁴

¹¹⁰ ECB. *Co jsou to cílené dlouhodobější refinanční operace?* 2021. [online]. [cit. 14-5-2021]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/tltro.cs.html>

¹¹¹ Tamtéž

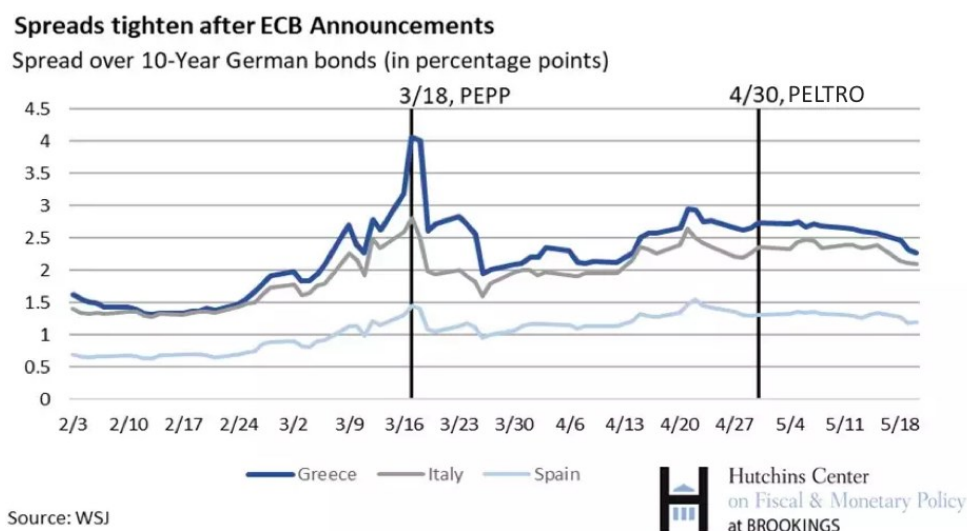
¹¹² BERKA, Jan. *ECB proti koronaviru. Nejsilnější zbraň připravena k upgradu*, 2020. [online]. [cit. 14-5-2021]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/zpravy/542868-ecb-proti-koronaviru-nejsilnejsi-zbran-pripravena-k-upgradu/>

¹¹³ ECB. *Pandemic emergency purchase programme (PEPP)*. [online]. [cit. 14-5-2021]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.cs.html>

¹¹⁴ KNECHTLOVÁ, Jana. *ECB kvůli koronaviru nakoupí další dluhopisy až za 750 miliard EUR*. [online]. [cit. 14-5-2021]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/zpravodajstvi/4366292/ecb-kvuli-koronaviru-nakoupi-dalsi-dluhopisy-az-za-750-miliard-eur.html>

Z následujícího grafu je patrný pozitivní vliv oznámení programů PEPP (18. března 2020) a PELTRO (30. dubna 2020) na zužování spreadů mezi německými dluhopisy a dluhopisy jižních členských států eurozóny (Řecka, Itálie a Španělska). Zejména program PEPP tedy pomohl zúžit rozdíl mezi výpůjčními náklady jižních a severních států eurozóny.

Graf 3: Zúžení spreadů mezi německými dluhopisy a dluhopisy jižních států eurozóny po oznámení programů PEPP a PELTRO



Zdroj: The Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings¹¹⁵

3.4. Judikatura Soudního dvora Evropské unie ve věcech Thomas Pringle proti Government of Ireland, Peter Gauweiler a další proti Deutscher Bundestag a Heinrich Weiss a další proti Bundesregierung

3.4.1. Thomas Pringle proti Government of Ireland

V rozsudku Thomas Pringle proti Government of Ireland Soudní dvůr EU zkoumal zejména zákonnost Evropského mechanismu stability, dotkl se však i rozsahu pravomocí ECB a otázky dělby pravomocí v hospodářské a měnové oblasti.

Skutkový základ sporu

Dne 13. dubna 2012 podal irský poslanec Thomas Pringle proti odpůrcům v původním řízení žalobu k High Court, kde tvrdil, že přijetí rozhodnutí Evropské rady 2011/199/EU o

¹¹⁵ CEPS. *What's the ECB doing in response to the COVID-19 crisis?*, 2020 [online]. [cit. 15-5-2021]. Dostupné z: https://www.ceps.eu/whats-the-ecb-doing-in-response-to-the-covid-19-crisis/?fbclid=IwAR2nS70osmocR_SPpAkro_5ylioijUKu2aGzOd_sDJ4B8WIDyOwBo8ksmIw

změně čl. 136 SFEU, respektive o doplnění článku 136 SFEU o nový odstavec týkající se zřízení mechanismu stability v rámci zjednodušeného postupu pro přijímání změn dle čl. 48 odst. 6 Smlouvy o EU nebylo v souladu s evropským právem, protože znamenalo změnu pravomocí Unie, která je v rozporu s tímto ustanovením, dále že toto rozhodnutí je neslučitelné s ustanoveními Smlouvy o EU a SFEU týkajícími se Hospodářské a měnové unie a je též neslučitelné s obecnými zásadami unijního práva. V žalobě dále tvrdil, že ratifikací, schválením nebo přijetím Smlouvy o EMS mezi státy eurozóny by Irsku vznikly závazky, které jsou neslučitelné s primárním právem EU v oblasti hospodářské a měnové politiky, a navíc by tím Irsko přímo zasahovalo do výlučné pravomoci Unie v oblasti měnové politiky.¹¹⁶

Dle jeho názoru založením EMS členské státy eurozóny vybuďovaly samostatnou a stálou mezinárodní instituci v úmyslu obejít zákazy a omezení upravené v ustanoveních Smlouvy o FEU týkajících se hospodářské a měnové politiky. Podle T. Pringlea navíc Smlouva o EMS přisuzuje orgánům Unie nové úkoly a pravomoci, které jsou neslučitelné s jejich funkcemi stanovenými smlouvami EU. Dále vyjádřil názor, že Smlouva o EMS je také neslučitelná se zásadami účinné soudní ochrany a právní jistoty.¹¹⁷

Předběžné otázky

Dne 17. července 2012 vydal High Court rozsudek, kterým žalobu T. Pringlea v plném rozsahu zamítl. Hned 19. července 2012 podal Pringle proti tomuto rozsudku opravný prostředek. High Court proto rozhodl o přerušení řízení a položil Soudnímu dvoru tři předběžné otázky, a to sice zda (1) je rozhodnutí 2011/199/EU s ohledem na využití zjednodušeného postupu čl. 48 odst. 6 SEU platné, (2) je členský stát eurozóny oprávněn uzavřít a ratifikovat takovou mezinárodní smlouvu, jako je Smlouva o EMS, (3) je uzavření a ratifikace Smlouvy o EMS členským státem podmíněno změnou článku 136 SFEU.¹¹⁸

1. Platnost rozhodnutí 2011/199/EU s ohledem na využití zjednodušeného postupu čl. 48 odst. 6 SEU

V rámci první otázky se předkládající soud dotazoval, zda je rozhodnutí 2011/199/EU, které doplňuje na základě zjednodušeného postupu pro přijímání změn podle čl. 48 odst. 6 SEU do článku 136 SFEU odstavec 3 o zřízení mechanismu stability, platné. Podle čl. 48 odst. 6 prvního pododstavce Smlouvy o EU se totiž zjednodušený postup pro přijímání změn týká

¹¹⁶ Rozsudek Soudního dvora (pléna) ze dne 27. listopadu 2012, Thomas Pringle v. Government of Ireland a další, C 370/12, ECLI:EU:C:2012:756. [online] [cit. 1-6-2021]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/ALL/?uri=CELEX%3A62012CJ0370>, bod č. 24

¹¹⁷ Rozsudek SDEU, Pringle, C 370/12, bod č. 25

¹¹⁸ Rozsudek SDEU, Pringle, C 370/12, bod č. 26-28

pouze ustanovení části třetí SFEU, která se týká vnitřních politik a činností Unie. V souladu s třetím pododstavcem uvedeného odstavce takové rozhodnutí ale nesmí rozšířit pravomoci svěřené Unii Smlouvami. SDEU tedy musel zkoumat, zda se tato změna čl. 136 SFEU, týká pouze ustanovení třetí části SFEU a zda nerozšiřuje pravomoci svěřené Unii Smlouvami. Článek 136 SFEU je součástí třetí části SFEU, předkládající soud se však dotazoval, zda nemá změna SFEU dopad i na ustanovení její první části.¹¹⁹

Je tedy nutno určit, zda rozhodnutí doplnění článku 136 SFEU o odstavec 3, který stanoví, že „[č]lenské státy, jejichž měnou je euro, mohou zavést mechanismus stability“, svěřuje členským státům pravomoc v oblasti měnové politiky ve vztahu k členským státům eurozóny. Pokud by tomu tak bylo, zmíněná změna Smlouvy by tak zasahovala do výlučné pravomoci Unie upravené v čl. 3 odst. 1 písm. c) SFEU, ze kterého vyplývá že Unie má výlučnou pravomoc v oblasti měnové politiky pro členské státy, jejichž měnou je euro. Jelikož je ustanovení čl. 3 odst. 1 písm. c) SFEU obsaženo v první části SFEU, mohla by být taková změna realizována jen za použití řádného postupu pro přijímání změn podle čl. 48 odst. 2 až 5 Smlouvy o EU.¹²⁰

SFEU neobsahuje žádnou konkrétní definici měnové politiky, zmiňuje spíše její cíle než její nástroje. Podle čl. 127 odst. 1 SFEU a čl. 282 odst. 2 SFEU je hlavním cílem měnové politiky Unie udržení cenové stability. Cílem uvedeného mechanismu stability je zajištění stability eurozóny jako celku. Cíl tohoto mechanismu se tedy zjevně liší od cíle spočívajícího v udržení cenové stability, který je hlavním cílem měnové politiky Unie. I když může mít stabilita eurozóny dopady na stabilitu jednotné měny eurozóny, opatření hospodářské politiky nelze stavět na roveň opatření měnové politiky jen z toho důvodu, že může mít nepřímý vliv na stabilitu eura. SDEU také učinil závěr, že EMS spadá do oblasti hospodářské politiky, proto není tímto mechanismem narušována výlučná pravomoc Unie v oblasti monetární politiky.¹²¹

2. Oprávnění členských států eurozóny uzavřít a ratifikovat Smlouvu o EMS

Druhá otázka se zaměřovala na výklad článků 3 odst. 1 písm. c) SFEU a 127 SFEU, které se týkají měnové politiky Unie, a článku 3 odst. 2 SFEU, který se týká pravomoci Unie k uzavření mezinárodní smlouvy, následně na výklad ustanovení týkajících se hospodářské politiky Unie, tedy článku 2 odst. 3 SFEU, články 119 SFEU až 123 SFEU a články 125 SFEU a 126 SFEU, a konečně i na interpretaci článku 4 odst. 3 SEU a článku 13 SEU a obecné zásady účinné soudní ochrany. High Court se dotazoval SDEU, zda uvedené články a zásady brání

¹¹⁹ Rozsudek SDEU, Pringle, C 370/12, bod č. 45-51

¹²⁰ Rozsudek SDEU, Pringle, C 370/12, bod č. 52

¹²¹ Rozsudek SDEU, Pringle, C 370/12, bod č. 53-60

tomu, aby členský stát eurozóny uzavíral a ratifikoval takové smlouvy, jako je právě Smlouva o EMS.¹²²

High Court se tázal, zda EMS spadá do měnové politiky, a tedy do výlučné pravomoci Unie. Z článku 3 Smlouvy o EMS totiž podle názoru High Court vyplývá, že cílem tohoto článku je podpořit stabilitu eura. Argumentoval tím, že poskytnutím finanční pomoci členskými státy eurozóny nebo rekapitalizací jejich finančních institucí a k tomu poskytovanými půjčkami dojde ke zvětšení objemu eur v oběhu. Výlučná pravomoc regulovat peněžní zásobu v eurozóně je však svěřena ECB, přičemž není možné, aby takové funkce vykonávala jiná entita, která by jednala vedle ECB a mimo rámec právního řádu Unie. Zvýšení peněžní zásoby má také přímý vliv na inflaci, tudíž by činnost EMS mohla mít přímý dopad na cenovou stabilitu v eurozóně, čímž by došlo k zásahu do samotného základu měnové politiky Unie. Jen Unie má dle čl. 3 odst. 1 písm. c) SFEU výlučnou pravomoc v oblasti měnové politiky pro členské státy eurozóny. SDEU však konstatoval, že činnost EMS ale nespadá do měnové politiky, cílem EMS totiž není udržení cenové stability, ale pouhé uspokojení potřeby financování členů EMS (členských států eurozóny), kteří mají závažné potíže s financováním nebo kterým by takové potíže hrozily, pokud je to nutné k zajištění finanční stability eurozóny jako celku a jejich členských států. Klíčovým aspektem je, že EMS není oprávněn za tímto účelem určovat hlavní úrokové sazby pro eurozónu ani emitovat eura. Poskytovaná finanční pomoc, musí být v celém rozsahu a v souladu s čl. 123 odst. 1 SFEU financována ze splaceného základního kapitálu nebo z emise finančních instrumentů, jak stanoví článek 3 Smlouvy o EMS. I kdyby měla činnost EMS eventuální dopad na cenovou stabilitu, bude takový vliv pouze nepřímým důsledkem přijatých opatření hospodářské politiky.¹²³

Nejvíce se SDEU věnoval výkladu článku 125 SFEU a jeho souladu se Smlouvou o EMS. Tento článek zakazuje členskými státy převzetí závazků veřejného sektoru jiných členských států (tzv. no-bailout klauzule). Podle názoru SDEU ale z tohoto zákazu nevyplývá, že by záměrem článku 125 bylo zakázat Unii a členskými státy poskytování veškerých forem finanční pomoci jinému členskému státu, což podpořil výkladem čl. 122 odst. 2 SFEU který stanoví, že Unie může poskytnout cílenou finanční pomoc členskému státu v důsledku mimořádných událostí, které nemůže ovlivnit. Pokud by totiž čl. 125 SFEU zakazoval veškerou finanční pomoc Unie nebo členských států jinému členskému státu, mělo by být v čl. 122 SFEU stanoveno, že jde o odchylku od článku 125 SFEU. Cílem článku 125 SFEU je zaručit, že členské státy budou dodržovat zdravou rozpočtovou politiku. Toto ustanovení zakazuje Unii

¹²² Rozsudek SDEU, Pringle, C 370/12, bod č. 77

¹²³ Rozsudek SDEU, Pringle, C 370/12, bod č. 93-97

a členským státům poskytovat finanční pomoc, která by demotivovala stát přijímající pomoc, provádět zdravou rozpočtovou politiku. Článek 125 SFEU však nezakazuje, aby členské státy poskytlly finanční pomoc jinému členskému státu, pokud stát zůstane odpovědný za vlastní závazky vůči svým věřitelům a pokud bude pomoc poskytnuta za podmínek, které budou tento členský stát motivovat k provádění zdravé rozpočtové politiky. Poskytnutí finanční pomoci členovi EMS formou úvěrové linky vzniká členskému státu přijímajícímu pomoc nový dluh vůči EMS a je nadále odpovědný za své závazky. Pokud EMS nakupuje dluhopisy vydané členem EMS na primárním trhu, platí stejný princip jako v případě poskytnutí úvěru. Z důvodů uvedených v předešlém odstavci EMS nákupem takových dluhopisů nepřebírá dluh členského státu, který je příjemcem pomoci. Ani v případě nákupu dluhopisů na sekundárním trhu vydaných členem EMS, kdy EMS na tomto trhu nabývá dluhopisy vydané členem EMS a platí cenu těchto dluhopisů jejich držitelé (tedy věřitelé emitujícího členu EMS), nepřebírá EMS dluh tohoto členu EMS vůči tomuto věřiteli na sebe. Tato cena se totiž může značně lišit od hodnoty pohledávek, které takové dluhopisy ztělesňují, neboť se řídí zákonem nabídky a poptávky na sekundárním trhu ve vztahu k dluhopisům vydaným dotyčným členem EMS.¹²⁴

Na druhou otázku tedy SDEU odpověděl tak, že články Smlouvy o EU a SFEU, kterých se týkala položená předběžná otázka, nebrání členským státům eurozóny uzavření ani ratifikaci takové smlouvy, jako je Smlouva o EMS.¹²⁵

3. Podmíněnost uzavření a ratifikace Smlouvy o EMS změnou článku 136 SFEU

Ve třetí otázce se předkládající soud dotazoval, zda je uzavření a ratifikace Smlouvy o EMS členským státem podmíněna změnou článku 136 SFEU. SDEU konstatoval, že se rozhodnutím Evropské rady 2011/199/EU nesvěřuje členským státům žádná nová pravomoc a tato změna je pouhým potvrzením pravomoci členských států. Oprávnění členských států uzavřít a ratifikovat Smlouvu o EMS tedy není podmíněno vstupem rozhodnutí 2011/199/EU v platnost.¹²⁶

3.4.2. Peter Gauweiler a další proti Deutscher Bundestag

Skutkový základ sporu

Po oznámení programu OMT (konkrétně v září 2012, kdy Rada guvernérů ECB odsouhlasila hlavní zásady tohoto programu) se zvedla vlna kritiky na adresu ECB, která se

¹²⁴ Rozsudek SDEU, Pringle, C 370/12, bod č. 129-141

¹²⁵ Rozsudek SDEU, Pringle, C 370/12, bod č. 182

¹²⁶ Rozsudek SDEU, Pringle, C 370/12, bod č. 183-185

měla tímto programem dopustit značného překročení svých pravomocí. Nejvíce negativních ohlasů vzbudil tento program v Německu, kde několik tisíc občanů požadovalo přezkum zákonnosti programu OMT německým ústavním soudem (Bundesverfassungsgericht). V podaných ústavních stížnostech bylo programu vytýkáno, že rozhodnutí o OMT společně představují akt ultra vires, protože podle jejich názoru nespádají pod mandát ECB a dále že se jedná o porušení zákazu měnového financování vymezený v čl. 123 SFEU. Také bylo argumentováno tím, že program OMT narušuje nezávislost ECB a že porušuje zásadu demokracie vymezenou v německé ústavě a je tak v rozporu s německou ústavou. Německý ústavní soud proto položil Soudnímu dvoru v dané věci předběžné otázky, zároveň však dal najevo svůj postoj, že program OMT není v souladu s unijním právem. Vyjádřil však ochotu OMT akceptovat, pokud budou konkrétně vymezeny podmínky pro jeho aplikaci.¹²⁷

Předběžné otázky

V první předběžné otázce se předkládající soud dotazoval, zda je rozhodnutí o technických parametrech OMT neslučitelné s článkem 119 SFEU, 127 odst. 1 a 2 SFEU a články 17 až 24 protokolu o ESCB a ECB, jelikož překračuje v daných ustanoveních upravený mandát ECB v oblasti měnové politiky a zasahuje do pravomoci členských států a zda je toto rozhodnutí neslučitelné se zákazem měnového financování upraveným v článku 123 SFEU.¹²⁸

Druhou otázku pak formuloval obsírněji. V první části otázky se dotazoval, zda pro případ, že by SDEU rozhodnutí o technických parametrech OMT jakožto akt orgánu EU nepovažoval za způsobilý předmět žádosti podle čl. 267 prvního pododstavce písm. b) SFEU, mají být články 119 SFEU a 127 SFEU a články 17 až 24 protokolu o ESCB a ECB vykládány tak, že Eurosystemu alternativně nebo kumulativně dovolují podmíněné, selektivní a souběžné nakupování státních dluhopisů a obcházení omezení a podmínek asistenčních programů EFSF nebo EMS. Druhá část této otázky se pak zaměřovala na článek 123 SFEU a sice, zda s ohledem na zákaz měnového financování má být vykládán tak, že Eurosystemu alternativně nebo kumulativně dovoluje nákup státních dluhopisů bez kvantitativního omezení, bez minimálního časového odstupe od jejich emise na primárním trhu a jejich držení do splatnosti a nabývání bez minimálních požadavků na úvěrovou kvalitu. Dále také zda tento článek dovoluje připustit rovné zacházení s ESCB na straně jedné a soukromými vlastníky státních dluhopisů na straně

¹²⁷ Rozsudek Soudního dvora (velkého senátu) ze dne 16. června 2015, Peter Gauweiler a další v. Deutscher Bundestag, C-62/14, ECLI:EU:C:2015:400. [online] [cit. 3-6-2021]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX%3A62014CJ0062>, bod č.5-9

¹²⁸ Rozsudek SDEU, Gauweiler, C-62/14, bod č. 10

druhé a vykonávání vlivu na cenotvorbu oznamováním plánovaného nákupu či jiným způsobem.¹²⁹

Podstatou těchto předběžných otázek předkládajícího soudu, je, zda musí být článek 119 SFEU, čl. 123 odst. 1 SFEU, čl. 127 odst. 1 a 2 SFEU a články 17 až 24 protokolu o ESCB a ECB vykládány tak, že zmocňují ESCB k přijetí takového programu jako je program OMT.¹³⁰

K vymezení měnové politiky

Z judikatury SDEU plyne, že při posuzování, zda určité opatření spadá do oblasti měnové politiky, je nutné vycházet zvláště z cílů tohoto opatření, přičemž významné jsou také prostředky, kterých toto opatření k dosažení cílů využívá. Cílem OMT je zajistit řádnou transmissi měnové politiky a zároveň její jednotnost. Snížená funkčnost transmisního mechanismu měnové politiky narušuje účinnost opatření přijatých ESCB a tím i působení těchto opatření na udržení cenové stability a může zapříčinit, že rozhodnutí ESCB budou v určitých částech eurozóny neúčinná, čímž bude zpochybněna jednotnost měnové politiky. Opatření na podporu tohoto transmisního mechanismu proto lze podřadit pod primární cíl udržování cenové stability vymezený v článku 127 odst. 1 SFEU. Není přitom rozhodující, že program OMT může eventuálně přispět i ke stabilitě eurozóny, která spadá do hospodářské politiky. Opatření měnové politiky totiž nelze považovat za opatření hospodářské politiky jen z toho důvodu, že může mít nepřímý vliv na stabilitu eurozóny. Tento program proto dle SDEU jednoznačně spadá pod měnovou politiku.¹³¹

Co se týče zvažovaných prostředků k dosažení cílů tohoto programu, program předpokládá uskutečňování přímých měnových operací na sekundárních trzích státních dluhopisů, což je v souladu s článkem 18 odst. 1 protokolu o ESCB a ECB. I přestože ohlášený program vykazuje znaky selektivnosti, tím, že v rámci programu mají být nakupovány jen státní dluhopisy těch členských států, které jsou zapojeny do programu makroekonomické konsolidace, je třeba dle SDEU vzít v úvahu, že účelem programu OMT je odstranit narušení transmisního mechanismu měnové politiky vyvolané specifickou situací státních dluhopisů emitovaných některými členskými státy. SDEU v tomto případě konstatoval, že žádné ustanovení SFEU nepřikazuje ESCB intervenovat na finančních trzích přijetím obecných opatření nezbytně se vztahujících na všechny státy v eurozóně. Tím, že se ESCB svou činností

¹²⁹ Rozsudek SDEU, Gauweiler, C-62/14, bod č. 10

¹³⁰ Rozsudek SDEU, Gauweiler, C-62/14, bod č. 32

¹³¹ Rozsudek SDEU, Gauweiler, C-62/14, bod č. 46-56

zaměří jen na narušené části eurozóny, zajistí, že zmíněný program nebude zbytečně uplatňován nad rámec toho, co je nezbytné k dosažení jeho definovaných cílů.¹³²

K proporcionalitě

Z tiskové zprávy ECB k zavedení programu OMT plyne, že je tento program založen na analýze ekonomické situace eurozóny, ze které vyplynulo, že úrokové sazby u státních dluhopisů jednotlivých členských států eurozóny ke dni, kdy došlo k ohlášení uvedeného programu, výrazně kolísaly a vykazovaly extrémní výkyvy. Podle ECB vznik těchto výkyvů nebyl zapříčiněn jen makroekonomickými rozdíly mezi těmito státy, ale měl původ i v tom, že za dluhopisy emitované některými členskými státy eurozóny byly vyžadovány nadměrné rizikové prémie, které měly pokrýt riziko rozpadu eurozóny. Tato neobvyklá situace dle ECB výrazně oslabila transmisní mechanismus měnové politiky ESCB.¹³³

Nákup státních dluhopisů na sekundárních trzích, na které se uplatňují takovéto extrémní úrokové sazby, přitom může vést k poklesu těchto sazeb rozptýlením obav z rozpadu eurozóny a tím napomoci k omezení, či k odstranění nadměrných rizikových premií. Dle SDEU se proto ESCB mohl platně domnívat, že program OMT může přispět k cílům ESCB, a tím napomoci k udržení cenové stability. Tvrzení ECB, že již samotným ohlášením programu OMT došlo k obnovení transmisního mechanismu měnové politiky a jednotnosti této politiky, SDEU nezpochybnil.¹³⁴

Tím, že program má dle tiskové zprávy být uskutečněn jen v rozsahu nezbytném pro dosažení cílů programu, jeho trvání je podmíněno dosažením cílů programu a mimo jiné se program zaměřuje na státní dluhopisy se splatností menší než tři roky, zjevně nejde nad rámec toho, co je k dosažení vymezených cílů programu nezbytné. Dále SDEU konstatoval, že po uplynutí více než dvou let od ohlášení programu OMT, nedošlo k jeho uskutečnění, protože Rada guvernérů shledala, že ekonomická situace v eurozóně jeho realizaci neodůvodňuje. Program tedy dle SDEU neporušuje zásadu proporcionality.¹³⁵

K porušení zákazu měnového financování

SDEU se dále zabýval slučitelností programu OMT s článkem 123 odst. 1 SFEU. Z podkladů předložených ECB v průběhu řízení vyplynulo, že ze strany ESCB bude respektována minimální doba mezi emisí cenného papíru na primárním trhu a jeho odkupem na sekundárních trzích a že ESCB nebude předem ohlašovat své rozhodnutí o uskutečnění

¹³² Rozsudek SDEU, Gauweiler, C-62/14, bod č. 54-55

¹³³ Rozsudek SDEU, Gauweiler, C-62/14, bod č. 72-73

¹³⁴ Rozsudek SDEU, Gauweiler, C-62/14, bod č. 76-79

¹³⁵ Rozsudek SDEU, Gauweiler, C-62/14, bod č. 81-92

takových odkupů a jejich objem. Tím dle Soudního dvora ESCB omezuje předvídatelnost nákupů v rámci programu a zamezuje tomu, aby tyto intervence ESCB na sekundárních trzích měly rovnocenný účinek jako přímé nákupy státních dluhopisů na primárních trzích. Mimo to SDEU konstatoval, že parametry programu OMT vylučují, aby tento program demotivoval členské státy k vedení zdravé rozpočtové politiky.¹³⁶

Z těchto důvodů SDEU rozhodl, že článek 119 SFEU, článek 123 odst. 1 SFEU, článek 127 odst. 1 a 2 SFEU a články 17 až 24 protokolu o ESCB a ECB opravňují ESCB k přijetí takového programu.¹³⁷

Reakce BVerfG

Ve svém obsáhlém konečném rozsudku v případě Gauweiler, kterým zamítl podané ústavní stížnosti, BVerfG ještě vyjádřil určitou kritiku k přezkumu programu OMT ze strany Soudního dvora, nicméně konstatoval, že zmíněný program tak, jak je interpretován v rozsudku SDEU, nepřekračuje pravomoci ECB.¹³⁸ BVerfG vyjádřil názor, že pokud budou při aplikaci programu respektovány podmínky, které vyplynuly z rozsudku Gauweiler, pak tento program neoslabuje rozpočtovou odpovědnost německého parlamentu a ECB tím nebude překračovat jí svěřené kompetence. SDEU v rozsudku Gauweiler vymezil 6 podmínek, které by měly být při aplikaci programu OMT dodržovány a to sice, že nákupy vládních dluhopisů nejsou předem oznámeny, rozsah těchto nákupů je předem omezen, musí existovat alespoň minimální doba mezi emisí a následným nákupem dluhopisu, nákup se týká jen dluhopisů států, které mají přístup na dluhopisový trh, nakoupené dluhopisy jsou pouze výjimečně drženy až do splatnosti a v neposlední řadě, že nákupy jsou uskutečňovány jen po nezbytně nutnou dobu.¹³⁹ Tím BVerfG definitivně ukončil spor o zákonnost programu OMT.

3.4.3. Heinrich Weiss a další proti Bundesregierung

V rozsudku Heinrich Weiss a další proti Bundesregierung SDEU řešil předběžnou otázku týkající se platnosti rozhodnutí ECB 2015/774 ze dne 4. března 2015 o programu

¹³⁶ Rozsudek SDEU, Gauweiler, C-62/14, bod č. 103-111

¹³⁷ Rozsudek SDEU, Gauweiler, C-62/14, bod č. 127

¹³⁸ BVerfG, Urteil des Zweiten Senats vom 21. Juni 2016, 2 BvR 2728/13, Rn. 1-220, [online] [cit. 4-6-2021]. Dostupné z: http://www.bverfg.de/e/rs20160621_2bvr272813.html, bod 190

¹³⁹ BVerfG, Urteil des Zweiten Senats vom 21. Juni 2016, 2 BvR 2728/13, Rn. 1-220, [online] [cit. 4-6-2021]. Dostupné z: http://www.bverfg.de/e/rs20160621_2bvr272813.html, bod 206

nákupu aktiv veřejného sektoru na sekundárních trzích a výkladu článku 4 odst. 2 Smlouvy o EU a článků 123 a 125 SFEU.¹⁴⁰

Dne 22. ledna 2015 rozhodla Rada guvernérů o tom, že nákupy aktiv budou rozšířeny o program nákupu aktiv veřejného sektoru na sekundárních trzích (dále jen „PSPP“). V rámci PSPP mohou národní centrální banky (v poměru, který odráží jejich příslušný podíl v klíči pro upisování základního kapitálu ECB) a ECB od způsobilých protistran na sekundárních trzích přímo nakupovat způsobilé obchodovatelné dluhové cenné papíry.¹⁴¹

Skutkový základ sporu

Několik skupin jednotlivců podalo u Spolkového ústavního soudu v Německu (BverfG) ústavní stížnosti týkající se rozhodnutí ECB 2015/774. Na podporu svých stížností uvádějí, že toto rozhodnutí je akt ultra vires, jelikož porušuje rozdělení pravomocí mezi Evropskou unií a členské státy upravené v článku 119 SFEU, protože nespádají pod mandát ECB vymezený v článku 127 odst. 1 a 2 SFEU a v článcích 17 až 24 Protokolu č. 4 o statutu Evropského systému centrálních bank a Evropské centrální banky (dále jen „Protokol o ESCB a ECB“) a porušují článek 123 SFEU. Rovněž tvrdili, že tato rozhodnutí porušují zásadu demokracie zakotvenou v německé ústavě, a proto narušují německou ústavní identitu.¹⁴²

Předběžné otázky

BverfG proto rozhodl o položení pěti předběžných otázek SDEU, které ve stručnosti zněly takto:

- (1) Je rozhodnutí ECB 2015/774, potažmo způsob jeho provedení, v rozporu s čl. 123 odst. 1 SFEU?
- (2) Je rozhodnutí 2015/774 v rozporu s článkem 123 SFEU tehdy, pokud v případě změněných podmínek na finančních trzích, zejména v důsledku nedostatku dluhových cenných papírů způsobilých k nákupu, vyžaduje jeho další provádění soustavné uvolňování původně platných pravidel pro nákup a omezení vymezená v judikatuře Soudního dvora pro program nákupu dluhových cenných papírů, jako je PSPP, ztrácejí na účinnosti?
- (3) Je rozhodnutí 2015/774 v rozporu s článkem 119 a 127 odst. 1 a 2 SFEU a s články 17 až 24 Protokolu o ESCB a ECB, protože překračuje mandát ECB v oblasti měnové

¹⁴⁰ Rozsudek Soudního dvora (velkého senátu) ze dne 11. prosince 2018, Heinrich Weiss a další proti Bundesregierung C-493/17, ECLI:EU:C:2018:1000. [online] [cit. 4-6-2021]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/ALL/?uri=CELEX:62017CJ0493>, bod č.1

¹⁴¹ Rozsudek SDEU, Weiss, C-493/17, bod č.3

¹⁴² Rozsudek SDEU, Weiss, C-493/17, bod č.13-14

politiky vymezený ve výše uvedených ustanoveních, a zasahuje tím do pravomoci členských států?

(4) Je rozhodnutí 2015/774 v rozporu s článkem 119 a 127 odst. 1 a 2 SFEU a články 17 až 24 Protokolu o ESCB a ECB, protože jeho objem a jeho provádění trvající déle než dva roky a z toho vyplývající hospodářskopolitické dopady vzbuzují pochybnosti o nezbytnosti a přiměřenosti PSPP, a tím se od určitého okamžiku jeví jako překročení mandátu ECB v oblasti měnové politiky?

(5) Je neomezené rozdělení rizik mezi národními centrálními bankami Eurosystemu v případě nesplacení dluhopisů ústředních vlád a emitentů jim postavených na roveň, které je zřejmě zakotveno v rozhodnutí 2015/774 v rozporu s články 123 a 125 SFEU a s čl. 4 odst. 2 SEU, může-li se v důsledku toho stát nezbytnou rekapitalizace národních centrálních bank z rozpočtových prostředků?¹⁴³

Soudní dvůr byl předkládajícím soudem v podstatě žádán o posouzení platnosti rozhodnutí 2015/774 z hlediska článku 119, čl. 123 odst. 1, čl. 127 odst. 1 a 2 a čl. 296 druhého pododstavce SFEU a článků 17 až 24 Protokolu o ESCB a ECB.¹⁴⁴

SDEU se nejprve věnoval otázce, zdali bylo rozhodnutí 2015/774 řádně odůvodněno dle článku 296 druhého pododstavce SFEU. Dle SDEU nedošlo k porušení tohoto článku, neboť uvedené rozhodnutí jasně vymezuje cíl a hospodářský kontext odůvodňující zavedení programu. Důvody pro zavedení PSPP, mezi které patřily nízká míra inflace oproti inflačnímu cíli vyčerpání konvenčních nástrojů měnové politiky, byly důsledně objasňovány v tiskových zprávách a na tiskových konferencích. Proto SDEU shledal, že byl program odůvodněn v souladu s článkem 296 SFEU.¹⁴⁵

Pravomoci ECB a ESCB

Cílem PSPP je přispět ve střednědobém horizontu k návratu míry inflace pod 2 %, ale blízko této úrovně. Podle článku 127 odst. 1 a 282 odst. 2 SFEU je tak prvořadým cílem měnové politiky Unie udržení cenové stability. Tento cíl je však vymezen abstraktně a obecně, aniž by byl přesně stanoven způsob, jakým má být tento cíl naplněn. Vymezení cíle v podobě udržení míry inflace ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovně dle SDEU zjevně nepřekračuje rámec stanovený SFEU. Tento specifický cíl vyhlášený v rozhodnutí 2015/774 lze přiřadit k prvořadému cíli měnové politiky Unie, který vyplývá z článku 127

¹⁴³ Rozsudek SDEU, Weiss, C-493/17, bod č.16

¹⁴⁴ Rozsudek SDEU, Weiss, C-493/17, bod č.27

¹⁴⁵ Rozsudek SDEU, Weiss, C-493/17, bod č.29-44

odst. 1 a 282 odst. 2 SFEU. Tento závěr SDEU nemůže být zpochybněn ani s ohledem na skutečnost, že PSPP má značné dopady na bilanci obchodních bank a na podmínky financování členských států eurozóny, na což poukázal předkládající soud a že by takových dopadů mohlo být eventuálně dosaženo i prostřednictvím opatření hospodářské politiky.¹⁴⁶

SDEU argumentoval že autoři Smluv neměli v úmyslu absolutně oddělit hospodářskou politiky od politiky měnové. Opatření měnové politiky však dle SDEU není možné stavět na roveň opatření hospodářské politiky jen proto, že může mít nepřímé dopady, kterých je možno dosáhnout i v rámci hospodářské politiky. Transmise opatření měnové politiky ESCB do vývoje cen se realizuje především usnadněním poskytování úvěrů a změnou chování hospodářských subjektů v oblasti investic, spotřeby a úspor. ESCB je tedy za účelem ovlivnění míry inflace zákonitě vedena k přijímání opatření, které mají jisté dopady na reálné hospodářství a kterých by mohlo být za jiným účelem dosaženo také v rámci hospodářské politiky.¹⁴⁷

SDEU proto konstatoval, že zvláště když ESCB v zájmu udržení cenové stability usiluje o zvýšení inflace, mohou opatření přijímané ESCB znamenat působení na úrokové sazby u státních dluhopisů, které plní rozhodující úlohu pro stanovení úrokových sazeb ostatních hospodářských aktérů. Dle SDEU by vyloučení možnosti ESCB přijímat taková opatření, jejichž dopady jsou předvídatelné a vědomě akceptované, v praxi znemožnilo ESCB využívat nástroje poskytované Smlouvami k uskutečňování cílů měnové politiky. Především v kontextu hospodářské krize, s níž se pojí riziko deflace, by to znamenalo nepřekonatelnou překážku zabraňující uskutečňování prvořadého úkolu udržení cenové stability. Soudní dvůr tedy takto dovodil, že rozhodnutím 2015/774 nebyl překročen mandát ECB, a že program PSPP spadá pod měnovou politiku.¹⁴⁸

Priměřenost PSPP ve vztahu k cílům měnové politiky

SDEU dále zkoumal, zda byla dodržena zásada proporcionality. Nejprve tedy zkoumal, zda byl tento program způsobilý k uskutečnění cíle udržení cenové stability. ECB poukázala na praxi jiných centrálních bank a na nejrůznější studie, které dokazovaly, že hromadný nákup státních dluhopisů může přispět k naplnění zmíněného cíle usnadněním přístupu k financování, jež podpoří hospodářský růst, a to tím, že dá jasný signál o závazku ESCB dosáhnout určeného inflačního cíle, podpoří pokles reálné úrokové míry a přiměje obchodní banky, aby poskytovaly

¹⁴⁶ Rozsudek SDEU, Weiss, C-493/17, bod č.54-58

¹⁴⁷ Rozsudek SDEU, Weiss, C-493/17, bod č.60-66

¹⁴⁸ Rozsudek SDEU, Weiss, C-493/17, bod č.66-70

více úvěrů. Soudní dvůr tedy konstatoval, že nic nenasvědčuje tomu, že by hospodářská analýza ESCB, která deklarovala schopnost programu PSPP přispět k uskutečnění cíle udržení cenové stability, trpěla zjevně nesprávným posouzením. Dále posuzoval, zda PSPP zjevně nepřekračuje meze toho, co je k dosažení tohoto cíle nezbytné. Protože nic nenasvědčuje tomu, že by tohoto cíle mohlo být dosaženo jiným typem opatření měnové politiky, který by znamenal omezenější působení ESCB, PSPP zjevně nejde nad rámec toho, co je k dosažení vymezeného cíle nezbytné. Rozhodnutí 2015/774 neporušuje zásadu proporcionality.¹⁴⁹

Slučitelnost rozhodnutí 2015/774 s článkem 123 odst. 1 SFEU

ESCB je tímto článkem zakázáno poskytování jakékoliv finanční pomoci členskému státu, avšak tím není obecně vyloučena možnost ESCB odkupovat od věřitelů takového státu cenné papíry, které předtím byly tímto státem emitovány (blíže viz. rozsudek Pringle a Gauweiler). SDEU zopakoval, že článek 123 odst. 1 SFEU ukládá ESCB v rámci přijímání programu nákupu dluhopisů vydaných členskými státy dva dodatečné limity. Zaprvé že ESCB nemůže platně nakupovat dluhopisy na sekundárních trzích za podmínek, které by měly rovnocenný účinek s přímým nákupem dluhopisů od členských států. Zadruhé se musí ESCB ujistit, že takový program nemůže dotyčným členským státům vzít motivaci k vedení zdravé rozpočtové politiky. SDEU shledal, že program PSPP nepřekročil tyto stanovené limity.¹⁵⁰

Rovnocennost mezi intervencí PSPP a nákupem dluhopisů na primárních trzích

BverfG upozorňoval, že podmínky PSPP mohou u soukromých hospodářských subjektů vzbudit faktickou jistotu budoucího odkupu jimi nakoupených dluhopisů členských států na sekundárních trzích ze strany ESCB. Bylo by neslučitelné s článkem 123 odst. 1 SFEU, pokud by hospodářské subjekty, jež mají možnost nákupu státních dluhopisů na primárních trzích, měly jistotu, že ESCB tyto dluhopisy odkoupí ve lhůtě a za podmínek, které těmto subjektům umožní jednat v postavení prostředníků ESCB v přímém nákupu těchto dluhopisů od členských států. Předvídatelnost v rámci programu PSPP je dána zejména předběžným zveřejněním souboru parametrů tohoto programu. ESCB však zavedl různé záruky, aby nedošlo k tomu, že soukromý hospodářský subjekt bude jednat jako prostředník ESCB. Dle článku 4 odst. 1 rozhodnutí 2015/774 totiž ESCB nemůže odkoupit dluhopisy vydané členským státem okamžitě po jejich vydání. Toto omezení časové předvídatelnosti intervencí ESCB zabraňuje tomu, aby soukromý hospodářský subjekt jednal jako prostředník ESCB. ESCB má navíc

¹⁴⁹ Rozsudek SDEU, Weiss, C-493/17, bod č.71-100

¹⁵⁰ Rozsudek SDEU, Weiss, C-493/17, bod č.101-108

možnost snížit měsíční částku na nákup dluhopisů v rámci APP. Mimo jiné článek 6 odst. 2 rozhodnutí 2015/774 vymezuje, že nákupy v rámci zmíněného programu jsou mezi jednotlivé centrální banky členských států rozděleny podle klíče pro upisování základního kapitálu ECB. I tak ale nelze s jistotou předpokládat, že částka takto přidělená určité centrální bance členského státu bude v rozsahu stanoveném v čl. 6 odst. 1 tohoto rozhodnutí skutečně věnována na nákup dluhopisů tohoto členského státu. Konečně článek 5 odst. 1 a 2 rozhodnutí 2015/774 určuje, že centrální banky Eurosystemu mají zakázáno držet více než 33 % určité emise dluhopisů ústřední vlády členského státu nebo více než 33 % zůstatku cenných papírů takové ústřední vlády. ESCB tedy není oprávněn k nákupu celého souboru dluhopisů vydaných takovým emitentem ani celé jedné emise těchto dluhopisů. Při nákupu dluhopisů od ústřední vlády členského státu tak soukromý hospodářský subjekt čelí riziku, že tyto dluhopisy nebude schopen dále prodat ESCB na sekundárních trzích, protože nákup všech vydaných dluhopisů je v každém případě vyloučen. SDEU proto vyloučil předvídatelnost programu PSPP.¹⁵¹

Snížení motivace k vedení zdravé rozpočtové politiky

Zavedení zmíněného programu do určité míry usnadňuje financování dotyčných členských států, avšak dle SDEU samo o sobě nevede k neslučitelnosti programu s článkem 123 odst. 1 SFEU. Jelikož členské státy nemají jistotu budoucího odkupu jimi vydaných dluhopisů, nemohou proto přijmout rozpočtovou politiku, která by nebrala ohled na to, že si v případě deficitu budou muset zajistit financování na trhu. Program má navíc pouze dočasnou povahu a rozhodnutí 2015/774 zahrnuje soubor záruk, které omezují dopady PSPP na motivaci k vedení zdravé rozpočtové politiky. Mimo jiné zhoršení ratingu dluhopisů určitého členského státu může vést k vyloučení jím vydaných dluhopisů z tohoto programu či odprodání již nakoupených dluhopisů dotyčného členského státu. Rozhodnutí 2015/774 proto nesnižuje motivaci dotyčným členským státům k vedení zdravé rozpočtové politiky.¹⁵²

Držba dluhopisů až do jejich splatnosti a nákup dluhopisů se záporným výnosem do splatnosti

Ponechání dluhopisů nakoupených v rámci PSPP až do jejich splatnosti není v přímém rozporu s článkem 18 odst. 1 Protokolu o ESCB a ECB a v ani neznamená zřeknutí se nároku na splacení dluhu dotyčným členským státem v okamžiku splatnosti dluhopisu. Rozhodnutí 2015/774 sice neupřesňuje pravidla o odprodeji dluhopisů nakoupených v rámci PSPP, zároveň z něj ale jasně vyplývá, že si ESCB ponechává možnost kdykoli a bez zvláštních podmínek tyto

¹⁵¹ Rozsudek SDEU, Weiss, C-493/17, bod č.109-128

¹⁵² Rozsudek SDEU, Weiss, C-493/17, bod č.129-144

dluhopisy odprodat. Neexistence povinnosti odprodat nakoupené dluhopisy navíc neznamená zjevné porušení článku 123 odst. 1 SFEU. Nákup státních dluhopisů se záporným výnosem do splatnosti rovněž neodporuje článku 18 odst. 1 Protokolu o ESCB a ECB, jelikož tento článek umožňuje provádění operací na volném trhu, přičemž nezdůrazňuje, že by se operace musely týkat jen dluhopisů s určitým minimálním výnosem a ani článek 123 odst. 1 SFEU nebrání ESCB v nákupu takových dluhopisů. Třebaže je emise dluhopisů se záporným výnosem do splatnosti pro dotyčné členské státy výhodná, tyto dluhopisy mohou být v rámci programu PSPP nakupovány jen na sekundárních trzích, a nedochází díky tomu k poskytnutí možnosti přečerpání zůstatku bankovních účtů nebo k jakémukoli jinému typu úvěru orgánům a veřejnoprávním subjektům členských států nebo k přímému nákupu jejich dluhových nástrojů. Dluhopisy se záporným výnosem do splatnosti mohou navíc emitovat jen ty členské státy, jejichž finanční situace je obchodníky na trzích státních dluhopisů hodnocena pozitivně, a tak nelze mít za to, že by nákup takových dluhopisů snižoval motivaci členských států k vedení zdravé rozpočtové politiky.¹⁵³

Na první až čtvrtou otázku tedy SDEU odpovědět tak, že v rámci svého přezkumu neodhalil žádnou skutečnost, která by znamenala neplatnost rozhodnutí 2015/774.¹⁵⁴

U páté otázky SDEU konstatoval její nepřipustnost, protože rozdělení ztrát ECB není primárním právem upraveno a ECB nepřijala žádné rozhodnutí týkající se rozdělení ztrát vykázaných centrálními bankami členských států z PSPP.¹⁵⁵

Reakce BVerfG

Dne 5. května 2020 vydal německý Spolkový ústavní soud v Karlsruhe rozsudek¹⁵⁶, ve kterém konstatoval, že Evropská centrální banka svým rozhodnutím z roku 2015 o spuštění programu nákupů cenných papírů veřejného sektoru (PSPP) překročila pravomoci svěřené Evropské unii, jelikož dostatečně neposoudila přiměřenost přijatých opatření, a že je tento program částečně v rozporu s německou ústavou. Toto rozhodnutí učinil německý Spolkový ústavní soud navzdory předchozímu rozsudku Soudního dvora Evropské unie, který v rámci odpovědi na předběžnou otázku mu položenou právě Spolkovým ústavním soudem naopak uvedl, že ECB svůj mandát nepřekračuje a uvedený program je v souladu s unijním právem.

¹⁵³ Rozsudek SDEU, Weiss, C-493/17, bod č.145-157

¹⁵⁴ Rozsudek SDEU, Weiss, C-493/17, bod č.158

¹⁵⁵ Rozsudek SDEU, Weiss, C-493/17, bod č.159-167

¹⁵⁶ Rozsudek německého Spolkového Ústavního soudu ze dne 5. května 2020, sp. zn. 2 BvR 859/15, 2 BvR 1651/15, 2 BvR 2006/15, 2 BvR 980/16

Celá věc se tak opět vrátila k německému ústavnímu soudu, který závěry Soudního dvora EU přezkoumal.

BVerfG konstatoval, že se s názorem SDEU neztotožňuje, protože dotčené rozhodnutí ECB je jednáním ultra vires, tedy vydané mimo rámec pravomocí svěřených Evropské unii. I přestože Spolkový ústavní soud uznává, že dle článku 19 SEU spadá výklad unijního práva primárně do kompetence SDEU, a tedy by měl jeho rozhodnutí respektovat, v této otázce se však necítil být jeho rozhodnutím vázán, jelikož tato vázanost je podmíněna požadavkem, aby SDEU při své činnosti uplatňoval tradiční metodické zásady. Uplatnění těchto tradičních zásad bylo porušeno, jelikož Soudní dvůr při svém přezkumu nezohlednil hospodářské dopady kritizovaného rozhodnutí ECB v praxi a opomenul zvážit zásadu proporcionality, podle které nesmí překročit obsah ani forma činnosti Unie rámec toho, co je nutné pro naplnění cílů Unie (resp. ECB).^{157 158 159}

Německý ústavní soud proto provedl vlastní přezkum, zda příslušné rozhodnutí ECB ohledně provedení programu PSPP, spadá do rozsahu pravomocí svěřených EU, přičemž dospěl k negativnímu závěru. ECB podle jeho názoru zasáhla do národní suverenity, kterou mají členské státy v rozpočtových záležitostech. Při naplnění zásady proporcionality by bylo zajištěno, že ECB nebude umožněno provádět hospodářskou politiku jakožto pravomoc vyhrazenou členskými státy, byť by i z důvodu, že tím chtěla pouze realizovat politiku měnovou (respektive zajistit svůj hlavní cíl cenové stability). I když Spolkový ústavní soud neshledal, že by tímto programem ECB porušila zákaz měnového financování, ECB musí prokázat, že nákupy dluhopisů veřejného sektoru nejsou nepřiměřené s ohledem na jejich hospodářské důsledky (tedy že došlo k vyvážení cílů přijatých opatření s jejich hospodářskými dopady).^{160 161 162}

¹⁵⁷ Rozsudek německého Spolkového Ústavního soudu ze dne 5. května 2020, sp. zn. 2 BvR 859/15, 2 BvR 1651/15, 2 BvR 2006/15, 2 BvR 980/16. [online] [cit. 6-6-2021]. Dostupné z: https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/EN/2020/05/rs20200505_2bvr085915en.html

¹⁵⁸ BOHÁČEK, Lukáš. Nález Spolkového ústavního soudu ze dne 5. 5. 2020, sp. zn. 2 BvR 859/15 a další, Bulletin Nejvyššího soudu 2/2020, [online] [cit. 6-6-2021]. Dostupné z: [https://www.nsoud.cz/judikatura/ns_web.nsf/0/D6ABF470AE1EDBB6C12585A80043537D/\\$file/Bulletin%20%5B2020%5D%202.pdf](https://www.nsoud.cz/judikatura/ns_web.nsf/0/D6ABF470AE1EDBB6C12585A80043537D/$file/Bulletin%20%5B2020%5D%202.pdf)

¹⁵⁹ VOJTEK, Radek. Centrální banky a (ne)dovolené hospodářské či fiskální hrátky aneb fide, sed cui fidas, vide?, Obchodněprávní revue 3/2020, str. 168

¹⁶⁰ BOHÁČEK, Lukáš. Nález Spolkového ústavního soudu ze dne 5. 5. 2020, sp. zn. 2 BvR 859/15 a další, Bulletin Nejvyššího soudu 2/2020, [online] [cit. 6-6-2021]. Dostupné z: [https://www.nsoud.cz/judikatura/ns_web.nsf/0/D6ABF470AE1EDBB6C12585A80043537D/\\$file/Bulletin%20%5B2020%5D%202.pdf](https://www.nsoud.cz/judikatura/ns_web.nsf/0/D6ABF470AE1EDBB6C12585A80043537D/$file/Bulletin%20%5B2020%5D%202.pdf), str. 8-9

¹⁶¹ Rozsudek BVerfG, sp. zn. 2 BvR 859/15 a další, bod 235

¹⁶² ZICHOVÁ, Kateřina. Rozsudek německého soudu v kauze ECB a nákupu dluhopisů může oslabit evropské instituce, varují politici. [online] [cit. 6-6-2021]. Dostupné z:

Hospodářské dopady dlouhodobého uplatňování kritizovaného programu totiž mohou být významné a ve výsledku mohou negativně působit i na samotné jednotlivce a jejich úspory. Program PSPP totiž umožňuje chránit před krachem i již neživotaschopné společnosti a má nepochybně značný dopad na fiskální politiku jednotlivých členských zemí. Čím déle a intenzivněji bude využíván, tím vyšší může být dle německého ústavního soudu riziko závislosti eurosystému na politice členských zemí, což může v konečném důsledku ohrozit celkovou stabilitu měnové unie.¹⁶³

Ústavní soud v Karlsruhe proto shledal, že Spolková vláda a Spolková národní banka (Bundesbank) se programu PSPP, který je dle názoru Ústavního soudu aktem ultra vires, nesmí dále účastnit. Stanovil, že Německá centrální banka je povinna nákupy dluhopisů v rámci programu PSPP do tří měsíců přerušit, pokud ECB v průběhu tohoto období nezdůvodní, že jsou tyto nákupy dluhopisů nutné a přiměřené. Zároveň bude Bundesbank nucena prodat i již nakoupené dluhopisy.¹⁶⁴

Na nově ohlášený program PEPP na boj s dopady šíření nemoci COVID-19 zaměřeného i na cenné papíry veřejného sektoru se povinnost přerušit nákupy nevztahovala, i když panovala obava, že by argumentace soudu mohla mít dopady i na tento program, zejména zkomplikovat jeho další rozšiřování. Rozhodnutí soudu také vyvolalo otazníky nad budoucí participací Bundesbank v dalších celoevropských programech.¹⁶⁵

V reakci na nález Spolkového ústavního soudu vydal SDEU dne 8. 5. 2020 prohlášení, ve kterém zdůraznil, že výlučně on sám má pravomoc určit, zda je akt unijního orgánu v rozporu s unijním právem. Vnitrostátní soudy jsou jeho rozhodnutím vázány, aby nedocházelo k narušování jednotnosti unijního právního řádu. Dne 10. 5. 2020 vystoupila s prohlášením i předsedkyně Evropské komise, která připomněla, že monetární politika spadá do výlučných pravomocí EU, a že platí aplikační přednost unijního práva před právem vnitrostátním, tedy že rozhodnutí SDEU jsou závazná i pro německý ústavní soud, a že zákony EU jsou nadřazeny německé ústavě. Komise se bude nálezem Spolkového ústavního soudu dále zabývat a případně zváží i podání žaloby pro porušení povinností členského státu vyplývajících z unijního práva.

<https://euractiv.cz/section/ekonomika/news/rozsudek-nemeckeho-soudu-v-kauze-ecb-a-nakupy-dluhopisu-muze-oslabit-evropske-institute-varuji-politici/>

¹⁶³ BOHÁČEK, Lukáš. Nález Spolkového ústavního soudu ze dne 5. 5. 2020, sp. zn. 2 BvR 859/15 a další, Bulletin Nejvyššího soudu 2/2020, [online] [cit. 6-6-2021]. Dostupné z:

[https://www.nsoud.cz/judikatura/ns_web.nsf/0/D6ABF470AE1EDBB6C12585A80043537D/\\$file/Bulletin%20%5B2020%5D%202.pdf](https://www.nsoud.cz/judikatura/ns_web.nsf/0/D6ABF470AE1EDBB6C12585A80043537D/$file/Bulletin%20%5B2020%5D%202.pdf), str. 8

¹⁶⁴ Rozsudek BVerfG, sp. zn. 2 BvR 859/15 a další, bod 235

¹⁶⁵ KNECHTLOVÁ, Jana. Důležitý verdikt: Nákupy dluhopisů ECB z části odporují německé ústavě. [online] [cit. 6-6-2021]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/zpravodajstvi/4399642/soud-nakupy-dluhopisu-ecb-z-casti-odporuji-nemecke-ustave.html>

Německá národní banka a vláda se tak dostaly do složité pozice, jelikož povinnosti vyplývající pro ně z unijního práva a z vlastního ústavního pořádku jsou vzájemně protichůdné.^{166 167 168}

V rámci přechodného období, které uplynulo německé Spolkové národní bance 5.8.2020, obdržela řadu dokumentů od ECB, které předala německé vládě a parlamentu a na základě kterých učinila prohlášení, že požadavky německého ústavního soudu na posouzení přiměřenosti programu PSPP byly splněny, a tedy že německá centrální banka bude pokračovat v operacích nákupu aktiv bez přerušení.¹⁶⁹

3.5. Shrnutí role ECB jako věřitele poslední instance

Zatímco od roku 2008 a v průběhu evropské dluhové krize ECB snižovala své základní úrokové sazby, při koronavirové pandemii byl již její manévrovací prostor značně omezen. Jelikož ECB nechtěla svou repo sazbu snižovat do záporných hodnot, ponechala ji stejně tak jako své ostatní klíčové sazby na původní úrovni. U jednotlivých operací však rozhodla o uvolnění úrokových sazeb pro tyto operace (např. TLTRO III, PELTRO), čímž porušila zásadu Thornton-Bagehotovy doktríny o sankčních úrokových sazbách. V průběhu obou krizí také uvolnila své požadavky na zajištění. Za způsobilá považovala i ta obchodovatelná aktiva, u kterých došlo po rozhodném období ke snížení ratingu ze strany ratingových agentur. Stačilo, že tato aktiva naplňovala pouze určité minimální standardy úvěrové kvality. I přestože je problematické jasně rozlišit mezi nelikviditou a nesolventností, řada výzkumných studií konstatovala, že ECB porušila klíčovou zásadu o poskytování pomoci pouze solventním institucím, a to sice svou podporou Řecka¹⁷⁰ a v současné pandemii koronaviru udržováním

¹⁶⁶ Tisková zpráva Soudního dvora EU č. 58/20 v návaznosti na nález německého Ústavního soudu ze dne 5. května 2020. [online] [cit. 6-6-2021]. Dostupné z:

<https://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2020-05/cp200058cs.pdf>

¹⁶⁷ KNECHTLOVÁ, Jana. Důležitý verdikt: Nákupy dluhopisů ECB z části odporují německé ústavě. [online] [cit. 6-6-2021]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/zpravodajstvi/4399642/soud-nakupy-dluhopisu-ecb-z-casti-odporuji-nemecke-ustave.html>

¹⁶⁸ EUROPEAN COMMISSION. Statement by President VON DER LEYEN, 10. 5. 2020. [online] [cit. 6-6-2021]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/STATEMENT_20_846

¹⁶⁹ FITCHRATINGS. Bundesbank to Maintain Bond Buying After Court Response. [online] [cit. 6-6-2021]. Dostupné z: <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/bundesbank-to-maintain-bond-buying-after-court-response-07-08-2020>

¹⁷⁰ ČTK. Řecko si podle experta s dluhy neporadí, zemi čeká bankrot. [online]. [cit. 7-6-2021]. Dostupné z: https://www.lidovky.cz/byznys/recko-si-podle-experta-s-dluhy-neporadi-zemi-ceka-bankrot.A110411_211425_firmy-trhy_mpr

neživotaschopných společností¹⁷¹ (neboť politika nízkých úrokových sazeb (levné úvěry) a kvantitativní uvolňování umožňují další přežívání těchto společností).^{172 173 174}

Tabulka 1: Shrnutí role ECB jako věřitele poslední instance

Reakce ECB	Finanční krize 2008/Evropská dluhová krize	Pandemie COVID-19
Volné půjčování celému trhu	ANO	ANO
Porušení požadavku na solventnost	ANO	ANO
Sankční úrokové sazby u úvěrů	NE	NE
Požadavek kvalitního kolaterálu	Uvolněný	Uvolněný
Přijímání širšího rozsahu zajištění	ANO	ANO
Buyer of last resort/Kvantitativní uvolňování	ANO	ANO
Snižování základních úrokových sazeb	Pozvolnější	NE
Nekonvenční programy na dodání likvidity	ANO	ANO

Zdroj: Vlastní zpracování

¹⁷¹ Označované také jako tzv. zombie firmy

¹⁷² BITTNER, Christian et al. Contagious Zombies. Deutsche Bundesbank Discussion Paper No 15/2021. [online]. [cit. 7-6-2021]. Dostupné z:

<https://www.bundesbank.de/resource/blob/807974/91e06f0c088bdcc5d482e0dcd429da06/mL/2021-05-21-dkp-15-data.pdf>

¹⁷³ ECB. Corporate zombification: post-pandemic risks in the euro area. [online]. [cit. 7-6-2021]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/special/html/ecb.fsrart202105_01~f9b060744e.en.html#toc6

¹⁷⁴ VOJTEK, Radek. Centrální banky a (ne)dovolené hospodářské či fiskální hrátky aneb fide, sed cui fidas, vide?, Obchodněprávní revue 3/2020, str. 168

4. Institut věřitele poslední instance v USA

4.1. Zakotvení institutu věřitele poslední instance v právním řádu USA

Federální rezervní systém (FED) je centrální bankou Spojených států. Zahrnuje Radu guvernérů sídlící ve Washingtonu a 12 nezávislých regionálních rezervních bank. Tato decentralizovaná struktura zajišťuje, aby při tvorbě měnové politiky byly brány v úvahu ekonomické podmínky v jednotlivých oblastech země. Rada guvernérů má 7 členů. Jednotlivé rezervní banky dohlížejí na komerční banky v jejich regionech a v případě potřeby jim dodávají likviditu. Součástí FEDu je také Federální výbor volného trhu (Federal Open Market Committee, FOMC), který určuje směr měnové politiky FEDu.¹⁷⁵

Pravomoc Federálního rezervního systému vykonávat funkci věřitele poslední instance je upravena v oddílu 13, paragrafu 3 zákona o Federálním rezervním systému (Federal Reserve Act, dále jen „FRA“).¹⁷⁶

Dle oddílu 13, paragrafu 3, odst. A FRA za neobvyklých a naléhavých okolností může Rada guvernérů Federálního rezervního systému při souhlasném hlasování nejméně pěti členů povolit jakékoli federální rezervní bance, aby v obdobích, které uvedená Rada určí, a za sazby, které jsou stanoveny v souladu s ustanovením oddílu 14 pododdílem d) tohoto zákona, poskytla prostředky (slevy) kterémukoliv účastníkovi, který participuje v jakémkoli programu či opatření se širokou způsobilostí, které Federální rezervní systém vyhlásí. Prostředky budou poskytnuty výměnou za zajištění schválené federální rezervní bankou. Před poskytnutím prostředků se federální rezervní banka ujistí, že účastník Federálním rezervním systémem vyhlášeného programu či opatření nemůže získat adekvátní úvěrové prostředky od ostatních bankovních institucí. Všechny takto poskytnuté prostředky pro kteréhokoli účastníka v jakémkoli programu či opatření podléhají takovým omezením, restrikcím a regulacím, které Rada guvernérů Federálního rezervního systému předepíše.¹⁷⁷

Oddíl 13, paragraf 3, odst. B písm. i) FRA stanoví povinnost Radě guvernérů přijmout formou nařízení po konzultaci s ministrem financí zásady a postupy upravující poskytování nouzových úvěru dle předchozího odstavce. Tyto zásady a postupy musí být navrženy tak, aby zajistily, že účelem jakéhokoliv programu nouzového úvěrování je poskytnutí likvidity finančnímu systému, a nikoli pomoc selhávající finanční společnosti, a dále aby zaručily, že

¹⁷⁵ FEDERAL RESERVE EDUCATION. *The Structure and Functions of the Federal Reserve System*, [online] [cit. 10-6-2021]. Dostupné z: <https://www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/structure-and-functions>

¹⁷⁶ The Federal Reserve Act of 1913, [online] [cit. 10-6-2021]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section13.htm>

¹⁷⁷ FRA, oddíl 13, paragraf 3, odst. A

zabezpečení nouzových půjček je dostačující k ochraně daňových poplatníků před ztrátami a že jakýkoli takový program je ukončen včas a řádně. Zásady a postupy stanovené Radou guvernérů vyžadují, aby federální rezervní banka v souladu se správnými postupy řízení rizik a se zajištěním dostatečné ochrany daňových poplatníků, přiřadila hodnotu veškerému zajištění poskytnutému za úvěry přidělené federální rezervní bankou, aby se určilo, zda je úvěr uspokojivě zajištěn pro účely tohoto odstavce.¹⁷⁸

Dle oddílu 13, paragrafu 3, odst. B písm. ii) FRA Rada guvernérů stanoví postupy pro zákaz poskytování půjček v rámci vyhlášených programů pro dlužníky, kteří jsou nesolventní. Mezi takové postupy může patřit vyžádání osvědčení od generálního ředitele (nebo jiného pověřeného úředníka) dlužníka, že v době, kdy si dlužník půjčuje v rámci vyhlášeného programu, je solventní. Dlužník má zároveň povinnost osvědčení aktualizovat, pokud se podstatně změní informace v něm poskytnuté.¹⁷⁹

Dle oddílu 13, paragrafu 3, odst. B písm. iv) FRA nesmí Rada guvernérů zřídit žádný takový program nebo nástroj bez předchozího souhlasu ministra financí.¹⁸⁰

Mimo jiné oddíl 13, paragraf 3 jasně stanoví situace, kdy je dlužník považován za nesolventního a další detailnější podmínky související s poskytnutím nouzového úvěrování.

Federální rezervní systém tak může půjčovat finanční prostředky jakémukoli jednotlivci či instituci, pokud jsou splněny požadavky stanovené oddílem 13, paragrafem 3.¹⁸¹

4.2. FED jako věřitel poslední instance v průběhu finanční krize 2008

FED zaujal mimořádný a radikální přístup ke globální finanční krizi. Jakmile se nástroje tradiční měnové politiky staly neúčinné a nedostatečné, začal při výkonu své funkce věřitele poslední instance využívat i nekonvenční nástroje měnové politiky.

V reakci na šířící se krizi FED postupně rozvíjel své nástroje. V jeho chování lze rozlišit 3 základní fáze:

1. fáze – prosinec 2007 až září 2008 (selhání Lehman Brothers, poskytování krátkodobé likvidity)

První fáze je charakteristická využitím tradičních nástrojů měnové politiky a také začátkem nekonvenčních opatření. Netradiční opatření byla přijata, když soukromé trhy již

¹⁷⁸ FRA, oddíl 13, paragraf 3, odst. A, písm. i)

¹⁷⁹ FRA, oddíl 13, paragraf 3, odst. B písm. ii)

¹⁸⁰ FRA, oddíl 13, paragraf 3, odst. B písm. iv)

¹⁸¹ FETTIG, David. The History of a Powerful Paragraph. [online] [cit. 10-6-2021]. Dostupné z: <https://www.minneapolisfed.org/article/2008/the-history-of-a-powerful-paragraph>

nebyly ochotny provádět běžné zprostředkování a zajišťování likvidity. Cílem těchto opatření bylo snížit náklady na úvěry, povzbudit banky k vzájemnému úvěrování, a vyhnout se tak systémové krizi.¹⁸²

V rámci konvenčních nástrojů FED využil snížení krátkodobých úrokových sazeb, počáteční **operace na volném trhu (OMOs)** a tzv. **diskontní okno (discount window)**.¹⁸³ Diskontní okno umožňuje depozitním institucím obdržet od FEDu krátkodobý úvěr za diskontní míru, přičemž tento úvěr musí být kryt kolaterálem. Poskytnutím okamžitého přístupu k financování přes diskontní okno pomáhal depozitním institucím efektivně vyřešit jejich problém s likviditou. Aby podpořil poskytování úvěrů přes diskontní okno, snížil diskontní sazbu, aby konkurovala obecné úrovni jednodenních úrokových sazeb. Za účelem dalšího posílení úlohy diskontního okna jako nástroje pro řešení potenciálních problémů s likviditou prodloužil FED dobu, po kterou si mohly instituce z diskontního okna půjčit až na 90 dnů.¹⁸⁴ Ačkoli Bagehot trval na sankčních sazbách, FED snížil v tomto období své úrokové sazby téměř na nulu (0-0,25 %). Bagehot chtěl vysokými sazbami odradit instituce od zneužívání nouzové pomoci. FED sice politiku sankčních sazeb neaplikoval, instituce však odrazoval zejména požadavkem na hledání pomoci jinde na trhu a zmíněné diskontní okno učinil opravdu jako jednu z posledních možností pro získání likvidity.¹⁸⁵

V prosinci roku 2007 představil FED první ze svých nestandardních opatření, a to sice tzv. **Term Auction Facility (TAF)**. V rámci tohoto programu Federální rezervní systém poskytoval 28 denní půjčky a později 84 denní půjčky depozitním institucím. Všechny půjčky poskytnuté v rámci TAF byly plně zajištěny. Prostředky byly přidělovány prostřednictvím aukce. Během aukce jednotlivé instituce podávaly nabídky s uvedením objemu půjčky až do předem stanoveného limitu a úrokové sazby, kterou by depozitní instituce byly ochotny za prostředky zaplatit. Prostředky byly přidělovány počínaje nejvyšší nabízenou úrokovou sazbou, dokud nebyly přiděleny všechny prostředky nebo nebyly uspokojeny všechny nabídky.

¹⁸² OGANESYAN, Gayane. *The changed role of the lender of last resort: Crisis responses of the Federal Reserve, European Central Bank and Bank of England*, Working Paper, No. 19/2013, Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin, Institute for International Political Economy (IPE), Berlin, 2013, str. 7. [online]. [cit. 13-6-2021]. Dostupné z: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/70787/1/737330090.pdf>

¹⁸³ Tamtéž, str. 9

¹⁸⁴ BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Federal Reserve Actions to Support the Flow of Credit to Households and Businesses*. [online] [cit. 13-6-2021]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200315b.htm>

¹⁸⁵ OGANESYAN, Gayane. *The changed role of the lender of last resort: Crisis responses of the Federal Reserve, European Central Bank and Bank of England*, Working Paper, No. 19/2013, Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin, Institute for International Political Economy (IPE), Berlin, 2013, str. 9. [online]. [cit. 13-6-2021]. Dostupné z: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/70787/1/737330090.pdf>

Závěrečná aukce se konala 8. března 2010. Všechny půjčky poskytnuté v rámci TAF byly splaceny v plné výši.¹⁸⁶

FED také otevřel tzv. **Central Bank Liquidity Swap Lines (CBLS)** a **Dollar Liquidity Swap Lines (DLS)**, aby poskytl dolarovou likviditu a vyhověl tak tlaku zahraničních centrálních bank, který byl vyvolán zvyšujícím se napětím na dolarových trzích v zahraničí. DLS byly využity zejména ze strany ECB, Bank of England a Švýcarskou národní bankou. Tyto linky byly v souladu s funkcí věřitele poslední instance, protože byla poskytována pomoc solventním, ale nelikvidním zahraničním centrálním bankám, které spravovaly dolarovou likviditu bankám v jejich jurisdikci. Preventivně byly také uzavřeny swapové linky, prostřednictvím kterých mohl FED naopak čerpat zahraniční měny od ostatních centrálních bank, ty však nebyly využity, jelikož americké instituce nevyžadovaly likviditu v cizí měně.¹⁸⁷

FED začal podnikat další bezprecedentní kroky vytvořením programů **Primary Dealer Credit Facility (PDCF)** a **Treasury Securities Lending Facility (TSLF)** v březnu roku 2008, které měly pomoci primárním dealerům. Primární dealeri mají vyhrazeno právo skupovat státní cenné papíry a být tvůrci sekundárního trhu státních dluhopisů. Primární dealeri jsou obchodníci s cennými papíry, kteří slouží jako obchodní protistrany pro operace na volném trhu Federálního rezervního systému a mají klíčovou roli při zajišťování likvidity na trhu s cennými papíry USA.¹⁸⁸ Prostředky na skupování státních dluhopisů získávají často výměnou za své méně likvidní cenné papíry. Jakmile ale přestal být trh s těmito cennými papíry likvidní, musel FED zasáhnout a napomoci primárním dealerům získat potřebné finanční prostředky. V rámci TSLF jim FED poskytl za poplatek relativně likvidní státní cenné papíry, které vyměňoval za kolaterál v podobě jejich méně likvidních cenných papírů, čímž vyřešil jejich přístup k likviditě. Kolaterál v podobě nezabezpečených, nelikvidních a soukromě vydaných cenných papírů lze však považovat za rozpor s Thornton-Bagehotovou doktrínou. Navíc tradiční rolí věřitele poslední instance je poskytovat likviditu trhu jako celku, a ne pouze podporovat konkrétní skupiny.¹⁸⁹

¹⁸⁶ BANTON, Caroline. *Term Auction Facility*. [online] [cit. 13-6-2021]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/t/term-auction-facility.asp>

¹⁸⁷ OGANESYAN, Gayane. *The changed role of the lender of last resort: Crisis responses of the Federal Reserve, European Central Bank and Bank of England*, Working Paper, No. 19/2013, Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin, Institute for International Political Economy (IPE), Berlin, 2013, str. 9. [online]. [cit. 13-6-2021]. Dostupné z: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/70787/1/737330090.pdf>

¹⁸⁸ BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Primary Dealer Credit Facility*. [online] [cit. 13-6-2021]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/regreform/reform-pdcf.htm>

¹⁸⁹ OGANESYAN, Gayane. *The changed role of the lender of last resort: Crisis responses of the Federal Reserve, European Central Bank and Bank of England*, Working Paper, No. 19/2013, Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin, Institute for International Political Economy (IPE), Berlin, 2013, str. 9-10. [online]. [cit. 13-6-2021]. Dostupné z: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/70787/1/737330090.pdf>

V programu PDCF nabízel primárním dealerům půjčky s dobou trvání až 90 dnů a program fungoval podobně jako discount window pro depozitní instituce. Úvěry poskytnuté v rámci tohoto programu byly plně kryty. Způsobilý kolaterál byl původně omezen na cenné papíry investičního stupně (tedy BBB- až AAA). V září 2008 byl soubor způsobilého kolaterálu rozšířen tak, aby úzce odpovídal všem typům nástrojů, které lze zastavit v tripartitních repo dohodách^{190, 191}.

Nejpozoruhodnější je v této fázi, že FED vytvořil poprvé ad hoc úvěr na podporu konkrétní společnosti Bear Stearns. V březnu 2008 patřila tato firma k největším společnostem obchodujícím s cennými papíry v USA, přičemž její činnosti zahrnovaly obchodování s cennými papíry, investiční bankovníctví ale také sekuritizaci hypotečních úvěrů. Její konsolidovaná aktiva dosahovala výše téměř 400 miliard USD. Od ledna 2008 se postupně zhoršovaly podmínky, za kterých Bear Stearns mohl získávat finanční prostředky. Dne 13. března 2008 společnost informovala FED, že předpokládá, že další den již nebude mít dostatek finančních prostředků a likvidních aktiv, aby byla schopna dostát svým finančním závazkům a že není schopná najít jiný soukromý zdroj financování. Jelikož hrozba nesplnění závazků ze strany společnosti představovala ohrožení stability finančních trhů, FED autorizoval Federální rezervní banku New York, aby dne 14. března 2008 poskytla společnosti Bear Stearns překlenovací půjčku ve výši 12,9 miliard USD. Přestože měl překlenovací úvěr pomoci k uklidnění situace, že společnost bude i nadále schopná dostát svým závazkům, bohužel se stav i nadále zhoršoval. Jediným možným řešením se tak stala akvizice Bear Stearns firmou JPMorgan Chase and Co. v neděli 16. března 2008. Společnost JP Morgan a Chase souhlasila s akvizicí, byla však znepokojena portfoliem hypoték Bear Stearn, jelikož nebylo možné jednoznačně určit případné ztráty vzhledem k napjaté situaci na finančních a úvěrových trzích. Federální rezervní banka v New Yorku proto vytvořila speciální společnost s ručením omezeným **Maiden Lane LLC**, aby získala problémovou část portfolia hypoték společnosti Bear Stearns. Maiden Lane LLC odkoupila od Bear Stearns aktiva přibližně ve výši 30 miliard USD. Federální rezervní banka v New Yorku poskytla společnosti Maiden Lane LLC úvěr ve výši 29 miliard USD, přičemž Maiden Lane LLC měla získaná aktiva spravovat tak, aby se jí co nejlépe podařilo tento poskytnutý úvěr Federální rezervní bance opět splatit. Zbylou jednu

¹⁹⁰ Stranami těchto dohod jsou stát, dealeři a finanční instituce odkupující cenné papíry od dealerů

¹⁹¹ BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Primary Dealer Credit Facility*. [online] [cit. 13-6-2021]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/regreform/reform-pdcf.htm>

miliardu USD získala Maiden Lane LLC půjčkou od JPMorgan Chase. Úvěr společnosti Maiden Lane LLC byl poskytnut na základě zmocnění podle oddílu 13 paragrafu 3 FRA.^{192 193}

2. fáze – září 2008 až listopad 2008 (uvolnění podmínek úvěrů a podpora konkrétních institucí)

Jak krize pokračovala, FED přijímal další nekonvenční opatření podle oddílu 13 paragrafu 3 FRA. Tato opatření se dále odchylovala od tradičního pojetí věřitele poslední instance a vedla k výraznému zvýšení aktiv FEDu. Tuto fázi lze charakterizovat dalším uvolňováním podmínek úvěrování a FED se v této fázi stává tzv. tvůrcem trhu poslední instance (tj. podporuje konkrétní trhy a ceny aktiv), což není přístup konzistentní s Bagehotovými zásadami věřitele poslední instance.¹⁹⁴

Například prostřednictvím programu **Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)** podporoval trh ABS¹⁹⁵. Po vypuknutí krize byly trhy s ABS narušeny, což způsobilo snížení nabídky úvěrů pro podniky a spotřebitele. Během finanční krize totiž mnoho investorů, kteří tradičně investovali na trhu ABS, přestalo investovat do ABS. Nedostatek investorů, kteří by kupovali spotřebitelské půjčky a půjčky pro malé podniky formou ABS způsobil, že mnoho poskytovatelů úvěrů přestalo půjčovat spotřebitelům a malým podnikům úplně. Program TALF měl za cíl obnovit poskytování úvěrů pro spotřebitele a malé podniky poskytnutím termínovaných půjček investorům, kteří byli ochotni investovat do ABS zajištěných spotřebitelskými úvěry a úvěry pro malé podniky.¹⁹⁶ Půjčky v rámci TALF byly plně zajištěny investory zakoupenými ABS. Výše poskytnuté půjčky v rámci TALF však byla nižší než tržní hodnota zastaveného kolaterálu. Tato srážka byla uplatňována pro případ, že hodnota kolaterálu poklesne, a tím pomáhala chránit Federální rezervní systém, ministerstvo financí USA nebo

¹⁹² OGANESYAN, Gayane. *The changed role of the lender of last resort: Crisis responses of the Federal Reserve, European Central Bank and Bank of England*, Working Paper, No. 19/2013, Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin, Institute for International Political Economy (IPE), Berlin, 2013, str. 10. [online]. [cit. 14-6-2021]. Dostupné z: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/70787/1/737330090.pdf>

¹⁹³ BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Bear Stearns, JPMorgan Chase, And Maiden Lane LLC*. [online] [cit. 13-6-2021]. Dostupné z: federalreserve.gov/regreform/reform-bearstearns.htm

¹⁹⁴ OGANESYAN, Gayane. *The changed role of the lender of last resort: Crisis responses of the Federal Reserve, European Central Bank and Bank of England*, Working Paper, No. 19/2013, Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin, Institute for International Political Economy (IPE), Berlin, 2013, str. 10. [online]. [cit. 14-6-2021]. Dostupné z: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/70787/1/737330090.pdf>

¹⁹⁵ ABS= Asset backed securities (cenné papíry kryté aktivy). Vybraná aktiva (pohledávky) se spojí do balíku, které se následně prodají investorům formou Asset backed securities, které jsou těmito aktivy zajištěny. Prodejem ABS získá původní věřitel peníze rychleji a nemusí tak čekat, než mu dlužníci splatí jeho pohledávky a současně se i zbavuje rizika jejich možného nesplacení. Investor do ABS na oplátku získává ve srovnání se standardními dluhopisy vyšší výnos. Banky takto často spojují do balíku blízké druhy úvěrů a formou ABS je prodají investorům. Prodejem pak získávají finanční prostředky, které mohou využít k dalšímu poskytování dalších úvěrů.

¹⁹⁶ NEW YORK FED. *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* [online] [cit. 14-6-2021]. Dostupné z: <https://www.newyorkfed.org/education/talf101.html>

daňové poplatníky před ztrátou. Výhoda pro investora do ABS spočívala v získání zisku z úroků z ABS a případných kapitálových zisků. Jednalo se o společný program FEDu a ministerstva financí a jeho provádění měla na starost Federální rezervní banka New York.¹⁹⁷

V této druhé fázi byl také v říjnu 2008 přijetím Zákona o mimořádné ekonomické stabilizaci vytvořen program **TARP (Troubled Asset Relief Programme)**. Jednalo se o program ministerstva financí, jehož původním účelem bylo zvýšit likviditu peněžních trhů a sekundárních hypotečních trhů nákupem MBS (cenných papírů krytých hypotékami) a tím snížit potenciální ztráty institucí, které je vlastnily. Později byl cíl TARP mírně upraven a prostředky TARP byly použity na nákup akcií v bankách, pojišťovnách a dalších finančních institucích. Původně autorizované prostředky pro program TARP činily 700 miliard USD, Dodd-Frank Act později snížil povolení pouze na 475 miliard USD. Americká vláda zakoupila v rámci programu TARP akcie v osmi bankách: Bank of America / Merrill Lynch, Bank of New York Mellon, Citigroup, Goldman Sachs, J.P.Morgan, Morgan Stanley, State Street a Wells Fargo. Banky byly povinny poskytnout vládě 5% dividendu, která se v roce 2013 zvýšila na 9%, což mělo povzbudit banky, aby akcie odkoupily do pěti let zpět.¹⁹⁸

Dalším významným programem zřízeným v říjnu 2008 byl **Commercial Paper Funding Facility (CPFF)**, vytvořený za účelem nákupu komerčních cenných papírů, aby se zajistilo, že trhy s komerčními cennými papíry zůstanou likvidní. Trhy s komerčními cennými papíry totiž přímo financují širokou škálu ekonomických aktivit a zejména jde o rozhodující zdroj financování řady firem. FED tak chtěl zajistit hladké fungování tohoto trhu. V rámci CPFF byla zřízena speciální společnost CPFF LLC (Commercial Paper Funding Facility Limited Liability Company), která nakupovala jak nezajištěné, tak aktivity kryté komerčními cennými papíry od způsobilých emitentů denominované v amerických dolarech, s tříměsíční splatností a vysokým ratingem z prostředků poskytnutých Federální rezervní bankou New York. To vedlo k větší dostupnosti financování pro firmy. Emitenti však byli nuceni zaplatit poplatek při každém nákupu, aby se předešlo možným rizikům. Program byl uzavřen v roce 2010 a v jeho rámci byly provedeny nákupy v hodnotě 738 miliard USD.¹⁹⁹

To, co však bylo zcela v rozporu s Bagehotovými zásadami věřitele poslední instance, byla přímá podpora konkrétní a nesolventní finanční instituce **American International Group**

¹⁹⁷ BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*. [online] [cit. 15-6-2021]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/regreform/reform-talf.htm>

¹⁹⁸ SEGAL, Troy. *Troubled Asset Relief Program*. [online] [cit. 15-6-2021]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/t/troubled-asset-relief-program-tarp.asp>

¹⁹⁹ KOLAKOWSKI, Mark. *Commercial Paper Funding Facility*. [online] [cit. 15-6-2021]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/commercial-paper-funding-facility-cpff-4800403>

(AIG). AIG, významná světová pojišťovací společnost a hlavní účastník globálního obchodu s deriváty a dalšími finančními nástroji, se potýkala s vážnými problémy s likviditou, zejména v důsledku ztrát ze svého investičního portfolia hypoték a dalších finančních smluv. Do poloviny září 2008 tyto tlaky na likviditu přivedly firmu na pokraj kolapsu.²⁰⁰

Newyorský FED a rada guvernérů Federálního rezervního systému se v úzké spolupráci s americkým ministerstvem financí rozhodly zasáhnout, aby zabránily bezprostřednímu kolapsu AIG. Rozhodnutí půjčit AIG bylo motivováno jediným cílem, a to sice chránit americké a globální ekonomiky a americký lid před ničivými následky, které by selhání AIG způsobilo. Selhání společnosti AIG, společnosti s více než 76 miliony zákazníků ve přibližně 140 zemích, z toho více jak 30 miliony ve Spojených státech, představovalo přímou hrozbu pro již tak křehké finanční trhy. FED poskytl AIG revolvingový úvěr ve výši 85 miliard USD výměnou za převod 80 procent vlastního kapitálu AIG na svěřenecký fond založený výlučně ve prospěch amerického ministerstva financí AIG Credit Facility Trust. Od tohoto bodu dále FED a ministerstvo financí spolupracovali s AIG na jeho stabilizaci a restrukturalizaci. Úvěr měl dvouletou splatnost a byla zajištěn podstatnou částí aktiv AIG a jejich neregulovaných dceřiných společností, jakož i majetkovou účastí ve všech jejich regulovaných dceřiných společnostech. Očekávalo se, že půjčka bude splacena z výnosů z prodeje aktiv společnosti. Poskytnutý úvěr úspěšně krátkodobě stabilizoval AIG, ale finanční stav a kapitálová struktura společnosti zůstaly zranitelné vůči dalšímu zhoršování obtížných tržních podmínek.²⁰¹

Dne 10. listopadu 2008 FED a ministerstvo financí oznámily restrukturalizaci vládní podpory pro AIG, aby posílily schopnost AIG splácet poskytnutý úvěr. Byly vytvořeny dvě nové společnosti s ručením omezeným, **Maiden Lane II LLC**, které měl FED poskytnout úvěr do 22,5 miliard USD na odkup dluhopisů krytých rezidenčními hypotečními úvěry od dceřiných společností AIG, a **Maiden Lane III LLC**, které měl poskytnout úvěr do 30 miliard USD na odkup CDO od protistran dceřiné společnosti AIG (AIG Financial Products Corp.), které následně souhlasily s ukončením úvěrových derivátů s touto dceřinou společností.²⁰²

Dne 2. března 2009 FED a ministerstvo financí oznámily druhou restrukturalizaci finanční pomoci AIG. V souvislosti s restrukturalizací byl nesplacený zůstatek revolvingového

²⁰⁰ OGANESYAN, Gayane. *The changed role of the lender of last resort: Crisis responses of the Federal Reserve, European Central Bank and Bank of England*, Working Paper, No. 19/2013, Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin, Institute for International Political Economy (IPE), Berlin, 2013, str. 12. [online]. [cit. 15-6-2021]. Dostupné z: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/70787/1/737330090.pdf>

²⁰¹ NEW YORK FED. *Actions Related to AIG* [online] [cit. 15-6-2021]. Dostupné z: <https://www.newyorkfed.org/aboutthefed/aig>

²⁰² JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*, 1. aktualizované vydání, Grada Publishing, 2013, 560 s. ISBN 978-80-247-4516-9, str. 30

úvěru poskytnutého AIG Federální rezervní bankou New York snižen výměnou za preferované podíly ve dvou speciálně zřízených společnostech **AIA Aurora LLC** a **ALICO Holdings LLC**. Tyto dvě společnosti s ručením omezeným byly vytvořeny, aby držely všechny nesplacené kmenové akcie společností American International Assurance Company Ltd. (AIA) a American Life Insurance Company (ALICO), dvou největších zahraničních dceřiných společností AIG. AIG si ponechala kontrolu nad společnostmi AIA Aurora LLC a ALICO Holdings LLC, avšak Federální rezervní banka New York měla určité dispoziční a konverzní práva s ohledem na své preferované zájmy.²⁰³ Úvěrová linka byla snížena na 25 miliard USD. Dne 14. ledna 2011 následně došlo k ukončení pomoci AIG. Všechny úvěry AIG byly plně splaceny.²⁰⁴

Dne 23. listopadu 2008 FED ve spolupráci s ministerstvem financí a Federální korporací pro pojištění vkladů (FDIC) také oznámil poskytnutí záruky **Citigroup** na problémová aktiva ve výši 306 miliard USD. K ukončení této pomoci došlo v prosinci 2009.²⁰⁵ I přestože nakonec nedošlo k naplnění smlouvy, FED obdržel poplatek 50 milionů USD od společnosti Citigroup za ukončení smlouvy o pomoci.

Většina výše zmíněných půjček byla splacena v plné výši. Krize však dále pokračovala i navzdory úsilí FEDu a chod ekonomiky se nepodařilo obnovit. FED byl tedy vyzván k dalším bezprecedentním akcím, které vedly k výraznému nárůstu jeho rozvahy v další fázi.²⁰⁶

3. fáze – konec roku 2008 až 2014 (kvantitativní uvolňování)

V této fázi FED se po vzoru Bank of England zapojil se do kvantitativního uvolňování. Stal se spíše „kupujícím poslední instance“ než „věřitelem poslední instance“, aby podnítil ekonomickou aktivitu v těžké krizi. V této fázi tak bilance FEDu kvůli nákupům dluhopisů vzrostla na více než 4 biliony USD, tedy na osminásobek úrovně před krizí. FED se snažil poskytnout programy, jejichž cílem bylo dosáhnout urychlení růstu a podpoření trhů s hypotékami a bydlením.²⁰⁷

²⁰³ BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. Preferred Interests in AIA Aurora LLC and ALICO Holdings LLC, [online] [cit. 16-6-2021]. Dostupné z: <https://fred.stlouisfed.org/series/WALICO>

²⁰⁴ JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*, 1. aktualizované vydání, Grada Publishing, 2013, 560 s. ISBN 978-80-247-4516-9, str. 30

²⁰⁵ Tamtéž

²⁰⁶ OGANESYAN, Gayane. *The changed role of the lender of last resort: Crisis responses of the Federal Reserve, European Central Bank and Bank of England*, Working Paper, No. 19/2013, Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin, Institute for International Political Economy (IPE), Berlin, 2013, str. 12. [online]. [cit. 16-6-2021]. Dostupné z: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/70787/1/737330090.pdf>

²⁰⁷ OGANESYAN, Gayane. *The changed role of the lender of last resort: Crisis responses of the Federal Reserve, European Central Bank and Bank of England*, Working Paper, No. 19/2013, Hochschule für Wirtschaft

Kvantitativní uvolňování je forma nekonvenční měnové politiky, kterou centrální banka provádí, když se její úrokové sazby dostanou k nulové hranici a ztrácí tak svoji účinnost a je zde potřeba dalšího uvolnění měnové politiky. V rámci kvantitativního uvolňování centrální banka nakupuje cenné papíry (dlouhodobější vládní cenné papíry nebo jiné druhy cenných papírů) na finančním trhu. Nákupem těchto cenných papírů dochází k nárůstu množství nových peněz v ekonomice. Zároveň nákupy zvyšují ceny těchto cenných papírů a v případě dluhopisů dochází ke snižování jejich výnosů. Výsledkem je, že úrokové sazby plošně klesají a úvěry se stávají dostupnější. To vyvolá vyšší spotřebu a investice, což následně podporuje hospodářský růst. Zároveň ale kvantitativní uvolňování výrazně rozšiřuje rozvahu centrální banky.^{208 209}

Na konci roku 2008 FED snížil sazbu federálních fondů na nulu. Jakmile úroková sazba dosáhla nulové nominální hranice, FED zahájil svou politiku velkých nákupů aktiv (large-scale asset purchases, dále jen „LSAP“), běžně známých jako kvantitativní uvolňování, tedy nákupy na otevřeném trhu dlouhodobých vládních dluhopisů a cenných papírů krytých hypotékami (MBS). **LSAP 1**, který byl zahájen v listopadu 2008, byl určen ke koupi 1,75 bilionu USD dlouhodobých cenných papírů, zahrnující agenturní MBS a obligace GSE (government-sponsored enterprises), program LSAP 1 skončil začátkem roku 2010 a byl následován programem **LSAP 2**, tedy druhou vlnou kvantitativního uvolňování, ve které chtěl FED uskutečnit nákupy dlouhodobých státních dluhopisů za 600 miliard USD a představil program **Maturity Extension Program (MEP)**, který představoval swap krátkodobých dluhopisů za dlouhodobé s cílem prodloužení splatnosti portfolia FEDu. Poté následoval v září 2012 **LSAP 3**, ve kterém FED nakupoval jak MBS, tak dlouhodobé státní dluhopisy. LSAP 3 trval až do října 2014.^{210 211}

Otázkou zůstává, jak efektivní byly zásahy LSAP. LSAP 1 snížil dlouhodobé výnosy státních dluhopisů z 30 na 90 bazických bodů. LSAP 2 byl mnohem méně efektivní, jelikož snížil výnosy dlouhodobých státních dluhopisů maximálně o 20 bazických bodů. Tyto nákupy

und Recht Berlin, Institute for International Political Economy (IPE), Berlin, 2013, str. 13. [online]. [cit. 16-6-2021]. Dostupné z: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/70787/1/737330090.pdf>

²⁰⁸ KULHAVÁ, Kamila. *Měnová politika při nulových úrokových sazbách*, [online] [cit. 16-6-2021]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/15-menova-politika-pri-nulovych-urokovych-sazbach/>

²⁰⁹ ECB. *Jak funguje kvantitativní uvolňování*, [online] [cit. 16-6-2021]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/explainers/show-me/html/app_infographic.cs.html

²¹⁰ BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Timelines of Policy Actions and Communications: Balance Sheet Policies*, [online] [cit. 16-6-2021]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/timeline-balance-sheet-policies.htm>

²¹¹ BORDO, D., Michael. *The Federal Reserve's Role Actions Before, During, and After the 2008 Panic in the Historical Context of the Great Contraction*, [online] [cit. 16-6-2021]. Dostupné z: <https://www.hoover.org/sites/default/files/across-the-great-divide-ch6.pdf?fbclid=IwAR094DaPOALpiahzsgBaDJTuDtWVyAWxKS70It2naULRTamcf4zfjZWI2M>

více než ztrojnásobily bilanci FEDu. Programy LSAP zvýšily reálný výstup o 3 procenta a účinně zmírnily nárůst nezaměstnanosti.²¹²

V průběhu této třetí fáze také dne 16. 1. 2009 FED ve spolupráci s ministerstvem financí a Federální korporací pro pojištění vkladů (FDIC) oznámil poskytnutí záruky **Bank of Amerika** ve výši 118 miliard USD. K ukončení této pomoci došlo v září 2009. Stejně jako v případě Citigroup nakonec nedošlo k naplnění smlouvy, FED však obdržel od Bank of Amerika poplatek 57 milionů USD za ukončení smlouvy o pomoci.²¹³

4.3. FED jako věřitel poslední instance v době pandemie COVID-19

Krise koronaviru ve Spojených státech vyvolala hluboký ekonomický pokles nejistého trvání. Reakce FEDu na vypuknutí pandemie COVID-19 byly mimořádné svou rychlostí, velikostí i rozsahem. FED oznámil za osm dní (14. až 23. března 2020) tolik nouzových programů, jako tomu bylo za celý rok 2008. FED navíc implementoval za první 4 měsíce pandemie více programů než v průběhu celé finanční krize z roku 2008.²¹⁴

FED se rozhodl na podporu domácností, zaměstnavatelů, finančních trhů a státních a místních vlád poskytnout půjčky až 2,3 bilionu USD. FED nejprve snížil sazby federálních fondů, od 3. března 2020 celkem o 1,5 procentního bodu, čímž je snížil na rozmezí 0 % až 0,25 %, aby snížil náklady na úvěrování. FED následně obnovil kvantitativní uvolňování, jelikož se trhy dlouhodobých vládních dluhopisů a cenných papírů krytých hypotékami (MBS) po vypuknutí COVID-19 staly nefunkčními. Dne 15. března 2020 FED uvedl, že v průběhu nadcházejících měsíců nakoupí dlouhodobé vládní dluhopisy nejméně za 500 miliard USD a MBS za nejméně 200 miliard USD. Poté 23. března 2020 FED oznámil neomezené kvantitativní uvolňování, tedy že nakoupí cenné papíry v částkách potřebných k podpoře hladkého fungování trhu, přičemž nestanovil ani časové omezení pro tyto nákupy. Mezi polovinou března a začátkem prosince 2020 vzrostlo portfolio cenných papírů FEDu z 3,9 bilionu USD na 6,6 bilionu USD.²¹⁵

²¹² BORDO, D., Michael. *The Federal Reserve's Role Actions Before, During, and After the 2008 Panic in the Historical Context of the Great Contraction*, [online] [cit. 16-6-2021]. Dostupné z: <https://www.hoover.org/sites/default/files/across-the-great-divide-ch6.pdf?fbclid=IwAR094DaPOALpiahzsgBaDJTuDtWVyAWxKS70IIt2naULRTamcf4zfjZWI2M>

²¹³ JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*, 1. aktualizované vydání, Grada Publishing, 2013, 560 s. ISBN 978-80-247-4516-9, str. 30

²¹⁴ MOSSER, C., Patricia. Central bank responses to COVID-19, 2020, [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: <https://link.springer.com/content/pdf/10.1057/s11369-020-00189-x.pdf>

²¹⁵ DELOITTE. *COVID-19 Reakce hospodářské politiky v Česku a zahraničí*, 2020, [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cz/Documents/covid-19/COVID-19_reakce_hospodarske_politiky_v_cesku_a_zahranici_II.pdf, str.15-16

Dne 17. 3. 2020 obnovil FED dva programy využívané již při krizi v roce 2008 a to **Primary Dealer Credit Facility (PDCF)** a **Commercial Paper Funding Facility (CPFF)**.²¹⁶ Prostřednictvím programu PDCF FED nabídl půjčky s nízkou úrokovou sazbou na 90 dní 24 velkým primárním dealerům. Obchodníci poskytli FEDu jako kolaterál akcie a dluhové cenné papíry investičního stupně, včetně komerčních cenných papírů a komunálních dluhopisů. Cílem bylo udržet fungování úvěrových trhů.²¹⁷ V rámci CPFF FED kupoval zajištěné a nezajištěné komerční cenné papíry od způsobilých emitentů a v podstatě půjčoval přímo korporacím po dobu až tří měsíců se sazbou o 1 až 2 procentní body vyšší než se pohybovaly sazby za jednodenní půjčky. Tato facilitata měla povzbudit investory, aby se znovu zapojili do termínovaných půjček na trhu komerčních cenných papírů. Oba programy zůstaly v platnosti do 31. března 2021.²¹⁸

Hned následující den také znovu otevřel program **Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF)**. V rámci tohoto programu FED půjčoval institucím, které nakupovaly aktiva od prvotřídních fondů peněžního trhu, investujících do krátkodobých podnikových komerčních cenných papírů a státních dluhopisů. Při vypuknutí pandemie COVID-19 se investoři začali hromadně stahovat z fondů peněžního trhu. Pro uspokojení tohoto odlivu prostředků tyto fondy prodávaly cenné papíry, ale narušení na finančních trzích znesnadňovalo jejich prodej, i když všechny cenné papíry měly vysokou kvalitu a velmi krátké splatnosti. FED uvedl, že tento nástroj bude pomáhat fondům peněžního trhu při plnění požadavků na splacení ze strany domácích a dalších investorů, čímž se zlepší celkové fungování trhu a poskytování úvěrů širší ekonomice. Jeho platnost byla také stanovena do 31. března 2021.^{219 220}

Hned 23. 3. 2020 navázal dalšími programy **Main Street Lending program (MSLP)**, **Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)**, **Primary a Secondary Market Corporate Credit Facilities (PMCCF, SMCCF)**. Main Street Lending Program (MSLP) byl

²¹⁶ FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS. *A Look at the Fed's Emergency Lending Programs*, 2020, [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2020/december/fed-emergency-lending-programs>

²¹⁷ FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK. *FAQs: Primary Dealer Credit Facility*, 2020, [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: <https://www.newyorkfed.org/markets/primary-dealer-credit-facility/primary-dealer-credit-facility-faq>

²¹⁸ BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Commercial Paper Funding Facility: Program Terms and Conditions*, 2020, [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/monetary20201130a1.pdf>

²¹⁹ KOLAKOWSKI, Mark. *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*. [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/money-market-mutual-fund-liquidity-facility-4800304>

²²⁰ BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*. [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mmlf.htm>

zřízen na podporu poskytování půjček malým a středním podnikům (SME) a neziskovým organizacím v objemu až 600 miliard USD. Program mohly využít americké společnosti splňující alespoň jednu z následujících dvou podmínek a to sice, že mají méně než 15 000 zaměstnanců nebo jejich roční příjmy v roce 2019 nepřesáhly 5 miliard USD. Program byl ukončen 8. ledna 2021.²²¹ Dále obnovil facilitu TALF využívanou již v krizi 2008 ve výši 100 miliard USD. Dále vytvořil dva programy na podporu úvěrů pro velké zaměstnavatele Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF) a Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF). Federální rezervní systém zřídil speciální účelový nástroj (SPV), jehož prostřednictvím mohl PMCCF poskytovat půjčky a kupovat dluhopisy. Ministerstvo financí investovalo do SPV prostředky z fondu ESF (Education Stabilization Fund) na základě zákona CARES. (Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act).²²² ²²³ SMCCF podpořil likviditu trhu nákupem korporátních dluhopisů na sekundárním trhu vydaných americkými společnostmi s investičním stupněm nebo některými americkými společnostmi, které měly k 22. březnu 2020 investiční stupeň. Stejně jako v případě PMCCF byl pro SMCCF zřízen speciální účelový nástroj (SPV) s využitím prostředků vyčleněných pro ESF prostřednictvím zákona CARES. V rámci PMCCF a SMCCF byly nabídnuty prostředky až do výše 750 miliard USD, přičemž tyto programy zůstaly v platnosti až do 31. prosince 2020.²²⁴

V dubnu 2020 byl zřízen další nový program **Paycheck Protection Program (PPP)** na základě zákona CARES zejména za účelem pomoci podnikům, samostatným podnikatelům a některým neziskovým organizacím pokrýt jejich mzdové náklady, aby nebyli nuceni propouštět své zaměstnance. Umožnil subjektům žádat o půjčky s nízkým úrokem k úhradě mezd a některých dalších nákladů (nájemného, úroků apod.). Maximální výše PPP půjčky se rovnala 2,5 násobku průměrných měsíčních mzdových nákladů žadatele. Náklady na mzdy navíc byly omezeny částkou 100 tisíc USD ročně na zaměstnance. Jednotlivé PPP půjčky nesměly překročit 10 milionů USD. Půjčka mohla být částečně nebo úplně oduštěna, pokud podnik udržoval stabilní počet zaměstnanců a jejich mzdy. Celkový objem prostředků vyčleněný pro

²²¹ FELDMAN, Sandra. *Understanding The Main Street Lending Program*, 2020, [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: <https://www.healthitoutcomes.com/doc/understanding-the-main-street-lending-program-0001>

²²² V souvislosti s vytvořením záchranných programů přijal Kongres Zákon o koronavirové podpoře, úlevě a ekonomické bezpečnosti (CARES), který přidělil až 500 miliard USD ze státních fondů na posílení úvěrových zdrojů Fedu a absorbování potenciálních ztrát z nesplácení nouzových půjček. Tuto infuzi kapitálu ministerstva financí mohly vyvolat obavy o zákonnou autoritu FEDu zapojit se do riskantních půjček. Dostupné z: <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2020/december/fed-emergency-lending-programs>

²²³ BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. Primary Market Corporate Credit Facility, 2020, [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/pmccf.htm>

²²⁴ BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. Secondary Market Corporate Credit Facility, 2020, [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/smccf.htm>

tento program činil 953 miliard USD. Žadatelé mohli své žádosti o půjčky v rámci PPP podávat až do 31. 5. 2021.²²⁵

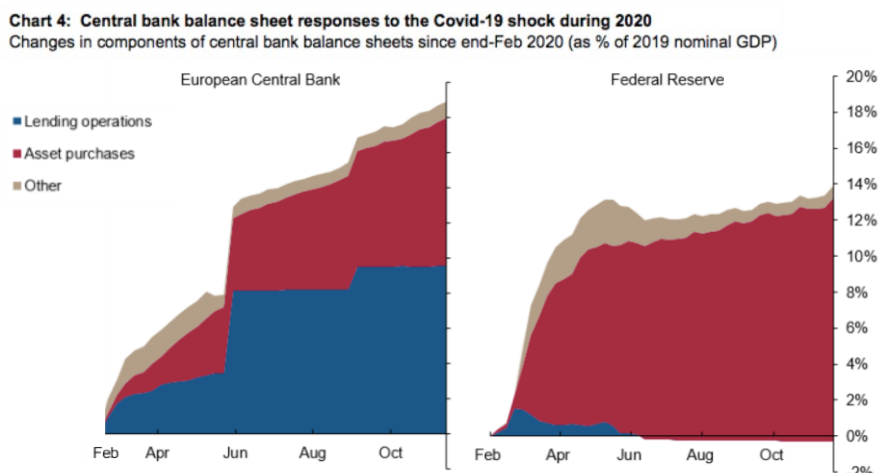
Trh komunálních dluhopisů se dostal v březnu 2020 po vypuknutí pandemie pod obrovský tlak. FED proto v dubnu reagoval vytvořením programu **Municipal Liquidity Facility (MLF)** v rámci kterého poskytoval půjčky americkým státům (včetně District of Columbia), krajům s minimálně 500 tis. obyvateli a městy s minimálně 250 tis. obyvateli. V červnu 2020 se Illinois stal prvním subjektem, který tento program využil. V červnu 2020 pak umožnil FED guvernérům ve městech a okresech, které nesplňovaly populační hranici, aby určily až dvě lokality k účasti. FED mohl půjčit těmto subjektům až 500 miliard USD výměnou za směnky spojené s budoucími daňovými výnosy se splatností kratší než tři roky. Ministerstvo financí poskytlo na základě zákona CARES 35 miliard USD na pokrytí případných ztrát. Program byl zastaven 31. prosince 2020.²²⁶

Stejně jako v případě ECB objem bilance FEDu několikanásobně převýšil její úroveň před nástupem pandemie a převýšil i objem v průběhu krize 2008. Následující graf poskytuje srovnání struktury bilance ECB a FEDu v průběhu pandemie. Z grafu vyplývá, že FED daleko více dodával likviditu na trh formou programů nákupů aktiv než formou úvěrových programů, což vyplývá z toho, že operuje ve finančním systému, kde je distribuce úvěrů závislá nejen na bankách, ale výrazně také na trzích cenných papírů.

²²⁵ WIKIPEDIA. Paycheck Protection Program. [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: https://en.wikipedia.org/wiki/Paycheck_Protection_Program

²²⁶ CHENG, Jeffrey et al. What's the Fed doing in response to the COVID-19 crisis? What more could it do?, 2021, [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: <https://www.brookings.edu/research/fed-response-to-covid19/>

Graf 4: Vývoj bilanční struktury ECB a FEDu v reakci na pandemii COVID-19



Zdroj: HAUSER, A.: From Lender of Last Resort to Market Maker of Last Resort via the dash for cash²²⁷

4.4. Shrnutí role FEDu jako věřitele poslední instance

Stejně jako v případě ECB i FED porušil stěžejní požadavek Thornton-Bagehotovy doktríny na záchranu pouze dočasně nelikvidních, ale solventních institucí. V průběhu globální finanční krize z roku 2008 byla zjevným porušením této zásady jeho pomoc společnosti AIG, v průběhu koronavirové krize zase prostřednictvím programu PPP poskytoval půjčky i bankrotujícím firmám²²⁸. Ani v jedné ze zmíněných krizí neaplikoval sankční úrokové sazby a jeho požadavky na kolaterál byly velmi uvolněné. Zatímco po vypuknutí krize v roce 2008 velmi razantně snižoval své základní úrokové sazby, při pandemii koronaviru se již omezil pouze na dvě snížení v průběhu března 2020 a jeho sazby se tak dostaly k nulové hodnotě, přičemž použití negativních úrokových sazeb odmítl. Stejně jako při globální finanční krizi v roce 2008 využíval FED i při současné pandemii kvantitativní uvolňování. Během prvních 4 měsíců pandemie spustil FED více programů na dodání likvidity než v celé globální finanční krizi.

²²⁷ HAUSER, Andrew. From Lender of Last Resort to Market Maker of Last Resort via the dash for cash: why central banks need new tools for dealing with market dysfunction. 2021, [online] [cit. 18-6-2021]. Dostupné z: <https://www.bis.org/review/r210113a.pdf>, str. 9

²²⁸ DEPILLIS, Lydia. The Federal Government Will Now Give PPP Loans to Borrowers in Bankruptcy, [online] [cit. 18-6-2021]. Dostupné z: <https://www.propublica.org/article/ppp-loans-bankruptcy>

Tabulka 2: Shrnutí role FEDu jako věřitele poslední instance

Reakce FED	Finanční krize 2008/Evropská dluhová krize	Pandemie COVID-19
Volné půjčování celému trhu	ANO	ANO
Porušení požadavku na solventnost	ANO	ANO
Sankční úrokové sazby u úvěrů	NE	NE
Požadavek kvalitního kolaterálu	Uvolněný	Uvolněný
Přijímání širšího rozsahu zajištění	ANO	ANO
Buyer of last resort/Kvantitativní uvolňování	ANO	ANO
Snižování základních úrokových sazeb	Razantní	ANO
Nekonvenční programy na dodání likvidity	ANO	ANO

Zdroj: Vlastní zpracování

Závěr

Diplomová práce se věnovala právním a ekonomickým aspektům institutu věřitele poslední instance. Z ekonomického hlediska jde o klíčový institut, který napomáhá zajišťovat stabilitu finančních trhů. Věřitel poslední instance (nejčastěji centrální banka) totiž zabraňuje úpadku nelikvidních, ale solventních institucí tím, že jim přechodně poskytuje finanční zdroje, pokud si tyto instituce zejména v dobách krize nemohou finanční prostředky zajistit jiným způsobem.

V diplomové práci byly stanoveny dva základní cíle. Prvním cílem práce bylo objasnit pojem věřitele poslední instance z pohledu ekonomické teorie a zmapovat současnou právní úpravu institutu věřitele poslední instance v České republice, v EU ale i v USA. Druhým cílem práce bylo analyzovat reakce 3 centrálních bank (ČNB, ECB a FED) při plnění role věřitele poslední instance v průběhu globální finanční krize z roku 2008, na ni navazující dluhové krize států eurozóny a dále také jejich chování v průběhu současné koronavirové krize, a to jak z pohledu naplnění zásad ekonomické teorie, tak jejich souladu s právní úpravou.

Objasnění pojmu věřitele poslední instance se věnovala první část práce, kde byla rozebrána geneze tohoto pojmu od jeho historických základů až po jeho postupné modifikace. Klíčovým poznatkem této části byla zejména Thornton-Bagehotova doktrína věřitele poslední instance, která definuje několik klíčových zásad, které by měl věřitel poslední instance při poskytování pomoci ohrožené instituci dodržovat. Dle této doktríny by jako (1) jediný věřitel poslední instance v bankovním systému měla vystupovat centrální banka, (2) nouzový úvěr od věřitele poslední instance by měla získat pouze dočasně nelikvidní instituce, (3) nouzový úvěr musí být kryt kvalitním kolaterálem, (4) nouzový úvěr musí být úročen sankční sazbou, (5) všechny uvedené zásady musí být oznámeny předem a musí být přísně dodržovány a (6) nesolventní instituce mají být likvidovány nebo mají být prodány.

V navazujících třech částech práce byla postupně analyzována právní úprava tohoto institutu v právním řádu České republiky, na evropské úrovni a v USA. Významný je legislativně zakotvený zákaz měnového financování formovaný na evropské úrovni, který se promítá i do českého právního řádu. Znamená to, že ECB a ČNB nemohou vystupovat v roli věřitele poslední instance ve vztahu ke státům, státy tedy nemají možnost zajistit si chybějící zdroje úvěrem od centrální banky. Jak ale vyplynulo z provedené analýzy v krizových dobách se však postupně klasický věřitel poslední instance (tzv. lender of last resort) proměnil spíše v kupujícího poslední instance (tzv. buyer of last resort), kdy centrální banky dodávají potřebnou likviditu ne již formou úvěru, proti kterému je poskytnut kolaterál, ale poskytují likviditu

nákupem cenných papírů, přičemž nakupují i státní dluhopisy. Nákupem státních dluhopisů zvyšují jejich cenu a zároveň snižují jejich výnos, což je pro státy výhodné s ohledem na nižší náklady na obsluhu státního dluhu. Nákup státních dluhopisů je sice povolen jen na sekundárním trhu, nikoli na primárním trhu přímo od členských států, a to jen za účelem naplnění hlavního cíle cenové stability, nabízí se však otázka, zda nejde o porušení zákazu měnového financování. Ohledně dodržování zákazu měnového financování vymezeném v článku 123 SFEU ze strany Evropské centrální banky se vedou dlouhodobé právní spory. Její programy EMS, OMT a PSPP se v této souvislosti dostaly až před SDEU. Ve všech těchto případech, které byly v diplomové práci blíže rozebrány, nakonec SDEU potvrdil, že ECB svůj mandát nepřekročila a spuštěním těchto programů nebyl porušen zákaz měnového financování.

Druhým cílem práce bylo analyzovat reakce ČNB, ECB a FEDu při plnění role věřitele poslední instance v průběhu výše zmíněných finančních krizí 21. století. Smyslem bylo zejména provést vzájemnou komparaci jejich přístupů, analyzovat soulad přijímaných opatření s Thornton-Bagehotovou doktrínou, ale také případný vývoj jejich role věřitele poslední instance mezi jednotlivými krizemi.

Je důležité zmínit, že všechny analyzované centrální banky operují v odlišných tržních podmínkách, což se odráželo i v jejich přístupu k řešení krizí. Snižování základních úrokových sazeb se pro zmírnění krizí ukázalo jako nedostatečné, proto se zejména ECB a FED musely uchýlit k nekonvenčním opatřením.

Jelikož český bankovní trh byl ve velmi dobré kondici a vykazoval přebytek likvidity nebyla ČNB nucena v průběhu zmíněných krizí aktivně vystupovat v roli věřitele poslední instance, prováděla pouze mimořádné reverzní repo operace a devizové swapy. Významně však byla její role věřitele poslední instance posílena v průběhu koronavirové pandemie v souvislosti s přijatou novelou zákona o ČNB, která jí umožnila dodávat mimořádnou likviditu i některým nebankovním subjektům a poskytla jí také mandát ke kvantitativnímu uvolňování.

FED i ECB vytvořily v průběhu krizí několik mimořádných programů na dodání likvidity. Z analýzy vyplynulo, že ze strany ECB i FEDu v průběhu obou krizí docházelo při poskytování nouzové pomoci k porušování klasické Thornton-Bagehotovy doktríny. Funkci věřitele poslední instance neplnila vždy jen centrální banka, což dokládá například vznik Evropského stabilizačního mechanismu na evropské úrovni. Jako zajištění byly přijímány i nezabezpečené a nelikvidní cenné papíry, případně byly od postižených institucí přijímány jejich méně likvidní cenné papíry a vyměňovány za více likvidní cenné papíry, což je v přímém rozporu s požadavkem doktríny na kvalitní kolaterál. Nebyla dodržována ani politika sankčních

sazeb u úvěrů, naopak úrokové sazby byly velmi uvolněné, aby náklady na tyto úvěry byly pro zasažené instituce co nejnižší a institucím se co nejrychleji podařilo dostat z tíživé situace.

Další požadavek doktríny spočívá v předchozím oznamování a přísném dodržování uvedených zásad. Tento požadavek byl rovněž porušován, jelikož například ze strany ECB docházelo v rámci některých programů k průběžnému zmírňování standardů zajištění, kdy za způsobilá byla nově považována i ta obchodovatelná aktiva, u kterých došlo po rozhodném období ke snížení ratingu ze strany ratingových agentur. Bohužel ani stěžejní předpoklad doktríny o poskytování pomoci dočasně nelikvidním, ale solventním institucím nebyl zachován. Například přímá podpora nesolventní finanční instituce AIG ze strany FEDu znamenala prolomení této zásady a zároveň potvrzení platnosti too-big-to-fail doktríny, kdy i v případě nesolventnosti může být instituce zachráněna, pokud věřitel poslední instance nechce připustit negativní dopad kolapsu takto velké instituce na finanční systém.

Thornton-Bagehotova doktrína také klade důraz na poskytování úvěrové formy pomoci, přičemž neúvěrová forma pomoci je v rozporu s touto doktrínou. ECB i FED se ale od čistě úvěrové formy pomoci odchýlili zejména svým kvantitativním uvolňováním.

Jak vyplynulo ze srovnání, FED na rozdíl od ECB zejména při globální finanční krizi z roku 2008 daleko více vytvářel speciální programy pro konkrétní instituce (například úvěr pro Bear Stearns) a skupiny osob (program na dodání likvidity primárním dealerům) a zároveň v obou krizích daleko více dodával likviditu na trh spíše formou programů nákupů aktiv než formou úvěrových programů, což vyplývá z toho, že operuje ve finančním systému, kde je distribuce úvěrů závislá nejen na bankách, ale také na trzích cenných papírů. FED také ze všech analyzovaných centrálních bank zavedl nejvíce nekonvenčních programů na dodání likvidity.

Domnívám se, že i přestože některé programy vyvolaly vlnu kritiky, lze obecně konstatovat, že se pomoc centrálních bank ukázala jako účinná, protože pravděpodobně předešla potenciálně mnohem horším dopadům, které by nastaly, pokud by centrální banky trhy svou nouzovou likviditou nepodpořily.

Seznam zkratek

ECB	Evropská centrální banka (European Central Bank)
ELA	Nouzová pomoc v oblasti likvidity (Emergency liquidity assistance)
ESCB	Evropský systém centrálních bank (European System of Central Banks)
EMS	Evropský mechanismus stability
SMP	Program pro trhy s cennými papíry (Securities Markets Programme)
LTRO	Dlouhodobé refinanční operace (Long-term refinancing operations)
OMT	Přímé monetární transakce (Outright Monetary Transactions)
TLTRO	Cílené dlouhodobější refinanční operace (Targeted longer-term refinancing operations)
APP	Program nákupu aktiv (Asset Purchase Programme)
PSPP	Program nákupu cenných papírů veřejného sektoru (Public sector purchase programme)
PEPP	Nouzový pandemický program nákupu aktiv (Pandemic emergency purchase programme)
PELTRO	Nouzové pandemické dlouhodobější refinanční operace (Pandemic emergency longer-term refinancing operations)
Smlouva o FEU/SFEU	Smlouva o fungování Evropské unie
Smlouva o EU/SEU	Smlouva o Evropské unii
SDEU	Soudní dvůr Evropské unie
ČNB	Česká národní banka
Zákon o ČNB	zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů

Statut ESCB a ECB	Statut Evropského systému centrálních bank a Evropské centrální banky
FED	Federální rezervní systém (Federal Reserve System)
FRA	Zákon o Federálním rezervním systému (Federal Reserve Act)
ESF	Education Stabilization Fund
SPV	Speciální účelový nástroj (Special Purpose Vehicle)
TAF	Term Auction Facility
CBLs	Central Bank Liquidity Swap Lines
DLS	Dollar Liquidity Swap Lines
BVerfG	Bundesverfassungsgericht (německý Spolkový ústavní soud)
PDCF	Primary Dealer Credit Facility
TSLF	Treasury Securities Lending Facility
TALF	Term Asset-Backed Securities Loan Facility
TARP	Troubled Asset Relief Programme
CPFF	Commercial Paper Funding Facility
MMLF	Money Market Mutual Fund Liquidity Facility
MEP	Maturity Extension Program
MSLP	Main Street Lending program
MLF	Municipal Liquidity Facility
PMCCF	Primary Market Corporate Credit Facility
SMCCF	Secondary Market Corporate Credit Facility
LSAP	Large-scale asset purchases (politika velkých nákupů aktiv)
AIG	American International Group
ABS	Asset backed securities (cenné papíry kryté aktivy)
MBS	Mortgage backed securities (cenné papíry kryté hypotékami)
CDO	Collateralized debt obligation (zajištěná dluhová obligace)

Seznam použitých zdrojů

Seznam použité literatury

POLOUČEK, Stanislav a kol. *Bankovníctví*. Praha: C.H.Beck, 2006, 480 s. ISBN 80-7179-462-7

REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*, 3. aktualizované vydání, Praha: Management Press, 2011, 560 s. ISBN 978-80-7261-230-7

REVENDA, Zbyněk. et al., *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. aktualizované vydání. Praha: Management Press, 2014, 423 s. ISBN 978-80-7261-279-6

JUROŠKOVÁ, Lenka. *Bankovní regulace a dohled*, Praha: Auditorium. 2012. 176 s. ISBN 978-80-87284-26-1

BAŽANTOVÁ, Ilona et al. *Ekonomie regulace: lekce z globální finanční krize*, Praha: Vladimír Lelek, 2010, 111 s. ISBN 978-80-904837-0-5

REVENDA, Zbyněk. *Pomoc ohroženým bankám – teorie, realita a měnové dopady*, Politická ekonomie, roč. 62, č. 2, 2014

PŮLPÁNOVÁ, Stanislava. *Komerční bankovníctví v České republice*. Praha: Oeconomica, 2007, 338 s., ISBN 978-80-245-1180-1

RÝDL, Tomáš. et al. *Zákon o České národní bance: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2014, 318 s. ISBN 978-80-7478-622-8

ZAMRAZILOVÁ, Eva. *Měnová politika: krátkodobá stabilizace versus dlouhodobá rizika*. Politická ekonomie, č. 1, 2014

JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*, 1. aktualizované vydání, Grada Publishing, 2013, 560 s. ISBN 978-80-247-4516-9

Řešení eurokrize: federalizace, nebo rozpad eurozóny? souhrnná publikace z vědeckopopularizačního semináře realizovaného v rámci projektu Podpora šíření poznatků výzkumu evropské integrace, Newton College Brno. Praha: Vzdělávací středisko na podporu demokracie (organizace), 2012, 182 s. ISBN 978-80-904281-9-5

ROJÍČEK, Marek et al. *Makroekonomická analýza - teorie a praxe*. Grada Publishing, 2016, 544 s. ISBN 978-80-247-5858-9

VOJTEK, Radek. *Centrální banky a (ne)dovolené hospodářské či fiskální hrátky aneb fide, sed cui fidas, vide?*, Obchodněprávní revue 3/2020

Seznam použitých internetových zdrojů

GROSSMAN, Richard S., ROCKOFF, Hugh. Fighting the Last War: Economists on the lender of Last Resort, NBER Working Paper 20832, 2014, [online]. [cit. 17-12-2020]. Dostupné z: <https://core.ac.uk/download/pdf/207841764.pdf>

FISCHER, Stanley. On the Need for an International Lender of Last Resort, IMF, 1999, [online]. [cit. 17-12-2020]. Dostupné z: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp010399>

HUMPHREY, Thomas M. *Lender of Last Resort: The Concept in History*, *Economic review*, 1989, [online]. [cit. 18-12-2020]. Dostupné z: https://www.richmondfed.org/~media/richmondfedorg/publications/research/economic_review/1989/pdf/er750202.pdf

OGANESYAN, Gayane. The changed role of the lender of last resort: Crisis responses of the Federal Reserve, European Central Bank and Bank of England, Working Paper, No. 19/2013, Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin, Institute for International Political Economy (IPE), Berlin, 2013, [online]. [cit. 20-12-2020]. Dostupné z: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/70787/1/737330090.pdf>

BATS, Joost. THOOLEN, John et al. *Revisiting the central bank's lender of last resort function*, 2018, [online]. [cit. 20-12-2020]. Dostupné z: https://www.researchgate.net/publication/333681785_Revisiting_the_central_bank's_lender_of_last_resort_function

JUROŠKOVÁ, Lenka. *Morální hazard v souvislosti s globální finanční krizí*. Acta Universitatis Carolinae – Iuridica 3/2009, Nakladatelství Karolinum, 2010, [online]. [cit. 22-12-2020]. Dostupné z: https://www.prf.cuni.cz/sites/default/files/old_files/1404047107.pdf

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Aktualizace studie dopadu účasti či neúčasti ČR v bankovní unii*, prosinec 2020, [online]. [cit. 5-1-2021]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/bankovnictvi-a-platebni-sluzby/bankovnictvi/aktuality/2015/studie-dopadu-ucasti-ci-neucasti-cr-v-ba-20801>

ČNB. *Výroční zpráva 2008*, [online]. [cit. 2021-06-06]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2008.pdf

ČNB. *Výroční zpráva 2009*, [online]. [cit. 2021-06-06]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2009.pdf

ČNB. *Výroční zpráva 2010*, [online]. [cit. 2021-06-06]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2010.pdf

ČNB. *Výroční zpráva 2011*, [online]. [cit. 2021-06-06]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2011.pdf

ČNB. *Výroční zpráva 2012*, [online]. [cit. 2021-06-06]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2012.pdf

ČNB. *Výroční zpráva 2020*, [online]. [cit. 6-6-2021]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2020.pdf

Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky. *Návrh zákona včetně důvodové zprávy – sněmovní tisk 791/0, část č. 1/4 – novela z. o ČNB*. [online]. [cit. 8-1-2021]. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=8&CT=791&CT1=0>

ČNB. *Komentář ke schválení novely zákona o ČNB Sněmovnou*. [online] [cit. 8-1-2021]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/cnb-news/aktuality/Komentar-ke-schvaleni-novely-zakona-o-CNB-Snemovnou/>

- ČNB. Novela zákona o ČNB prošla Poslaneckou sněmovnou a míří do Senátu. [online] [cit. 8-1-2021]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/cnb-news/aktuality/Komentar-ke-schvaleni-novely-zakona-o-CNB-Snemovnou/>
- MFČR. Novela zákona o České národní bance vyšla ve Sbírce zákonů. [online] [cit. 8-1-2021]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/bankovnictvi-a-platebni-sluzby/bankovnictvi/aktuality/2021/novela-zakona-o-ceske-narodni-bance-vysl-42084>
- ČNB. Měnová politika centrálních bank v reakci na epidemii koronaviru. [online] [cit. 9-1-2021]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Menova-politika-centralnich-bank-v-reakci-na-epidemii-koronaviru/
- ČNB. Jak se vyvíjela dvoutýdenní repo sazba ČNB? [online]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/casto-kladene-dotazy/Jak-se-vyvijela-dvoutydeni-repo-sazba-CNB/>
- ČNB. Opatření ČNB v reakci na nákazu covid-19. [online] [cit. 9-1-2021]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/tematicke-prilohy-a-boxy/Opatreni-CNB-v-reakci-na-nakazu-covid-19/>
- ČNB. Parametry dodávací repo operace. [online] [cit. 9-1-2021]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/financni-trhy/penezni-trh/parametry-dodavaci-repo-operace/>
- ECB. *ECB, ESCB a Eurosystem*. [online]. [cit. 8-1-2021]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.cs.html>
- EUROPEAN PARLIAMENT. *The Single Monetary Policy and Decentralisation: An Assessment*, září 2017, [online]. [cit. 8-1-2021]. Dostupné z: https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/126961/MD%20DIW_BERLIN%20final.pdf
- DE GRAUWE, Paul. *The European Central Bank as a lender of last resort*, 2011. [online]. [cit. 9-1-2021]. Dostupné z: <https://voxeu.org/article/european-central-bank-lender-last-resort#fn1>
- DĚDEK, Oldřich. *Záchranné mechanismy*, 2015. [online]. [cit. 9-4-2021]. Dostupné z: https://www.zavedenieura.cz/cs/euro/eurozona/zachranne-mechanismy#ZaMe_5
- DĚDEK, Oldřich. *Protikrizové kroky Evropské centrální banky*, 2010. [online]. [cit. 9-4-2021]. Dostupné z: <https://www.zavedenieura.cz/cs/narodni-koordinacni-skupina/tiskove-centrum/aktuality/2010/protikrizove-kroky-evropske-centralni-ba-1756>
- KUEPPER, Justin. *Long-term Refinancing Operations*, 2021. [online]. [cit. 10-4-2021]. Dostupné z: <https://www.thebalance.com/what-is-a-ltro-or-long-term-refinancing-operation-1979094>
- ECB. The response of the Eurosystem to the financial crisis, 2009. [online]. [cit. 10-4-2021]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp091110.en.html>
- CUPALOVÁ, Marcela. *Evropská centrální banka a její role v krizi*, 2012, [online]. [cit. 10-4-2021]. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=122944>
- FUERTES, Ana-Maria et al. *How did the ECB save the Eurozone without spending a single euro?*, 2015. [online]. [cit. 11-4-2021]. Dostupné z: <https://voxeu.org/article/how-did-ecb-save-eurozone-without-spending-single-euro>
- ECB. Technical features of Outright Monetary Transactions, 2012. [online]. [cit. 11-4-2021]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html
- DĚDEK, Oldřich. Protikrizová bazuka ECB je v souladu s evropským právem, 2016. [online]. [cit. 11-4-2021]. Dostupné z: <https://www.zavedenieura.cz/cs/narodni-koordinacni-skupina/tiskove-centrum/aktuality/2016/protikrizova-bazuka-ecb-je-v-souladu-s-e-2685>

- ECB. *Co je to věřitel poslední instance?*, 2019, [online]. [cit. 11-1-2021]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/what-is-a-lender-of-last-resort.cs.html>
- ECB, *Postup při poskytování nouzové pomoci v oblasti likvidity*. [online]. [cit. 14-1-2021]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/201402_elaprocedures.cs.pdf
- ECB. *Asset purchase programmes*. [online]. [cit. 12-4-2021]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>
- ECB. *Naše odpověď na koronavirovou pandemii*, [online]. [cit. 15-1-2021]. Dostupné z: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.cs.html>
- EUROPEAN PARLIAMENT. *The ECB in the COVID-19 Crisis: Whatever it Takes, Within its Mandate. Monetary Dialogue Papers*, červen 2020, str. 12. [online]. [cit. 16-1-2021]. Dostupné z: https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/207681/BRUEGEL_FINAL%20online.pdf
- ECB. *Rozhodnutí přijatá Radou guvernérů ECB (jiná než rozhodnutí o stanovení úrokových sazeb)*. [online]. [cit. 28-1-2021]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2020/html/ecb.gc200504~fbc1bc4114.cs.html>
- ECB. *Rok ve zkratce*, 2021. [online]. [cit. 11-5-2021]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2020~4960fb81ae.cs.html>
- ECB. *Co jsou to cílené dlouhodobější refinanční operace?*, 2021. [online]. [cit. 14-5-2021]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/tltro.cs.html>
- BERKA, Jan. *ECB proti koronaviru. Nejsilnější zbraň připravena k upgradu*, 2020. [online]. [cit. 14-5-2021]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/zpravy/542868-ecb-proti-koronaviru-nejsilnejsi-zbran-pripravena-k-upgradu/>
- ECB. *Pandemic emergency purchase programme (PEPP)*. [online]. [cit. 14-5-2021]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.cs.html>
- KNECHTLOVÁ, Jana. *ECB kvůli koronaviru nakoupí další dluhopisy až za 750 miliard EUR*. [online]. [cit. 14-5-2021]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/zpravodajstvi/4366292/ecb-kvuli-koronaviru-nakoupi-dalsi-dluhopisy-az-za-750-miliard-eur.html>
- CEPS. *What's the ECB doing in response to the COVID-19 crisis?*, 2020 [online]. [cit. 15-5-2021]. Dostupné z: https://www.ceps.eu/whats-the-ecb-doing-in-response-to-the-covid-19-crisis/?fbclid=IwAR2nS70osmocR_SPPakro_5yIioijUKu2aGzOd_sDJ4B8WIDyOwBo8ksmIw
- BOHÁČEK, Lukáš. *Nález Spolkového ústavního soudu ze dne 5. 5. 2020, sp. zn. 2 BvR 859/15 a další, Bulletin Nejvyššího soudu 2/2020*, [online] [cit. 6-6-2021]. Dostupné z: [https://www.nsoud.cz/judikatura/ns_web.nsf/0/D6ABF470AE1EDBB6C12585A80043537D/\\$file/Bulletin%20%5B2020%5D%202.pdf](https://www.nsoud.cz/judikatura/ns_web.nsf/0/D6ABF470AE1EDBB6C12585A80043537D/$file/Bulletin%20%5B2020%5D%202.pdf)
- ZICHOVÁ, Kateřina. *Rozsudek německého soudu v kauze ECB a nákupu dluhopisů může oslabit evropské instituce, varují politici*. [online] [cit. 6-6-2021]. Dostupné z: <https://euractiv.cz/section/ekonomika/news/rozsudek-nemeckeho-soudu-v-kauze-ecb-a-nakupu-dluhopisu-muze-oslabit-evropske-institute-varuji-politici/>
- KNECHTLOVÁ, Jana. *Důležitý verdikt: Nákupy dluhopisů ECB z části odporují německé ústavě*. [online] [cit. 6-6-2021]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/zpravodajstvi/4399642/soud-nakupy-dluhopisu-ecb-z-casti-odporuji-nemecke-ustave.html>
- Tisková zpráva Soudního dvora EU č. 58/20 v návaznosti na nález německého Ústavního soudu ze dne 5. května 2020. [online] [cit. 6-6-2021]. Dostupné z:

<https://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2020-05/cp200058cs.pdf>

EUROPEAN COMMISSION. Statement by President VON DER LEYEN, 10. 5. 2020. [online] [cit. 6-6-2021]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/STATEMENT_20_846

FITCHRATINGS. Bundesbank to Maintain Bond Buying After Court Response. [online] [cit. 6-6-2021]. Dostupné z: <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/bundesbank-to-maintain-bond-buying-after-court-response-07-08-2020>

FEDERAL RESERVE EDUCATION. *The Structure and Functions of the Federal Reserve System*, [online] [cit. 10-6-2021]. Dostupné z: <https://www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/structure-and-functions>

FETTIG, David. The History of a Powerful Paragraph. [online] [cit. 10-6-2021]. Dostupné z: <https://www.minneapolisfed.org/article/2008/the-history-of-a-powerful-paragraph>

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. Federal Reserve Actions to Support the Flow of Credit to Households and Businesses. [online] [cit. 13-6-2021]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200315b.htm>

BANTON, Caroline. *Term Auction Facility*. [online] [cit. 13-6-2021]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/t/term-auction-facility.asp>

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Primary Dealer Credit Facility*. [online] [cit. 13-6-2021]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/regreform/reform-pdcf.htm>

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Bear Stearns, JPMorgan Chase, And Maiden Lane LLC*. [online] [cit. 13-6-2021]. Dostupné z: [federalreserve.gov/regreform/reform-bearstearns.htm](https://www.federalreserve.gov/regreform/reform-bearstearns.htm)

NEW YORK FED. *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* [online] [cit. 14-6-2021]. Dostupné z: <https://www.newyorkfed.org/education/talf101.html>

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*. [online] [cit. 15-6-2021]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/regreform/reform-talf.htm>

SEGAL, Troy. *Troubled Asset Relief Program*. [online] [cit. 15-6-2021]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/t/troubled-asset-relief-program-tarp.asp>

KOLAKOWSKI, Mark. *Commercial Paper Funding Facility*. [online] [cit. 15-6-2021]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/commercial-paper-funding-facility-cpff-4800403>

NEW YORK FED. *Actions Related to AIG* [online] [cit. 15-6-2021]. Dostupné z: <https://www.newyorkfed.org/aboutthefed/aig>

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. Preferred Interests in AIA Aurora LLC and ALICO Holdings LLC, [online] [cit. 16-6-2021]. Dostupné z: <https://fred.stlouisfed.org/series/WALICO>

KULHAVÁ, Kamila. *Měnová politika při nulových úrokových sazbách*, [online] [cit. 16-6-2021]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/15-menova-politika-pri-nulovych-urokovych-sazbach/>

ECB. *Jak funguje kvantitativní uvolňování*, [online] [cit. 16-6-2021]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/explainers/show-me/html/app_infographic.cs.html

- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Timelines of Policy Actions and Communications: Balance Sheet Policies*, [online] [cit. 16-6-2021]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/timeline-balance-sheet-policies.htm>
- BORDO, D., Michael. *The Federal Reserve's Role Actions Before, During, and After the 2008 Panic in the Historical Context of the Great Contraction*, [online] [cit. 16-6-2021]. Dostupné z: <https://www.hoover.org/sites/default/files/across-the-great-divide-ch6.pdf?fbclid=IwAR094DaPOALpiahzsgBaDJTuDtWVYAWxKS70It2naULRTamcf4zFjZWI2M>
- MOSSER, C., Patricia. *Central bank responses to COVID-19, 2020*, [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: <https://link.springer.com/content/pdf/10.1057/s11369-020-00189-x.pdf>
- DELOITTE. *COVID-19 Reakce hospodářské politiky v Česku a zahraničí*, 2020, [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cz/Documents/covid-19/COVID-19_reakce_hospodarske_politiky_v_cesku_a_zahranici_II.pdf
- FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS. *A Look at the Fed's Emergency Lending Programs*, 2020, [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2020/december/fed-emergency-lending-programs>
- FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK. *FAQs: Primary Dealer Credit Facility*, 2020, [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: <https://www.newyorkfed.org/markets/primary-dealer-credit-facility/primary-dealer-credit-facility-faq>
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Commercial Paper Funding Facility: Program Terms and Conditions*, 2020, [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/monetary20201130a1.pdf>
- KOLAKOWSKI, Mark. *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*. [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/money-market-mutual-fund-liquidity-facility-4800304>
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*. [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mmlf.htm>
- FELDMAN, Sandra. *Understanding The Main Street Lending Program*, 2020, [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: <https://www.healthitoutcomes.com/doc/understanding-the-main-street-lending-program-0001>
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Primary Market Corporate Credit Facility*, 2020, [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/pmccf.htm>
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Secondary Market Corporate Credit Facility*, 2020, [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/smccf.htm>
- WIKIPEDIA. *Paycheck Protection Program*. [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: https://en.wikipedia.org/wiki/Paycheck_Protection_Program
- CHENG, Jeffrey et al. *What's the Fed doing in response to the COVID-19 crisis? What more could it do?*, 2021, [online] [cit. 17-6-2021]. Dostupné z: <https://www.brookings.edu/research/fed-response-to-covid19/>
- HAUSER, Andrew. *From Lender of Last Resort to Market Maker of Last Resort via the dash for cash: why central banks need new tools for dealing with market dysfunction*. 2021, [online] [cit. 18-6-2021]. Dostupné z: <https://www.bis.org/review/r210113a.pdf>
- DEPILLIS, Lydia. *The Federal Government Will Now Give PPP Loans to Borrowers in Bankruptcy*, [online] [cit. 18-6-2021]. Dostupné z: <https://www.propublica.org/article/ppp-loans-bankruptcy>

JANÁČEK, Kamil. *Zpomalení americké ekonomiky je přirozené. Sborník textů Centra pro ekonomiku a politiku: Americká finanční krize: hrozba pro světovou ekonomiku?*, č.71/2008. [online]. [cit. 3-1-2021]. Dostupné z:

https://books.google.cz/books?id=_o1_CgAAQBAJ&printsec=frontcover&dq=financni+krize+2008&hl=c&sa=X&redir_esc=y#v=onepage&q=lehm&f=false

KENTON, Will. European Sovereign Debt Crisis. [online]. [cit. 3-1-2021]. Dostupné z:

<https://www.investopedia.com/terms/e/european-sovereign-debt-crisis.asp>

WIKIPEDIE. *Koronavirová recese*. [online]. [cit. 3-1-2021]. Dostupné z:

https://cs.wikipedia.org/wiki/Koronavirov%C3%A1_recese

ČTK. *Řecko si podle experta s dluhy neporadí, zemi čeká bankrot*. [online]. [cit. 7-6-2021]. Dostupné z:

https://www.lidovky.cz/byznys/recko-si-podle-experta-s-dluhy-neporadi-zemi-ceka-bankrot.A110411_211425_firmy-trhy_mpr

ECB. *Corporate zombification: post-pandemic risks in the euro area*. [online]. [cit. 7-6-2021]. Dostupné z:

https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/special/html/ecb.fsrart202105_01~f9b060744e.en.html#toc6

BITTNER, Christian et al. *Contagious Zombies*. Deutsche Bundesbank Discussion Paper No 15/2021.

[online]. [cit. 7-6-2021]. Dostupné z:

<https://www.bundesbank.de/resource/blob/807974/91e06f0c088bdcc5d482e0dcd429da06/mL/2021-05-21-dkp-15-data.pdf>

CARMASSI, Jacopo et al. *The Global Financial Crisis: Causes and Cures*. [online]. Dostupné z:

https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1468-5965.2009.02031.x?fbclid=IwAR1_B-lhjT4_jbV0JV5nB-qXUWdYbiONZdJnIC1Mxoqnwr3afDta6brC8pg

CROTTY, James. *Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the 'new financial architecture'*. [online]. Dostupné z:

https://academic.oup.com/cje/article/33/4/563/1730705?login=true&fbclid=IwAR0G4R-0zuWGwRW0leSaAvNo5lfV6ftRgyWE0yw_Msw_25tN9pInq-AKhHg

RUŠČÁKOVÁ, Anna. SEMANČÍKOVÁ, Jozefína. *The European Debt Crisis: A Brief Discussion of its Causes and Possible Solutions*. [online]. Dostupné z:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1877042816306152?fbclid=IwAR3lLs64YM8YoyceKm1r96Y-OBpjBwbvu7W3Ilv0tZXtuYEIYCeg99hMbc>

LEHNERT, Thorsten et al. *The European sovereign debt crisis: What have we learned?* [online]. Dostupné z:

https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0927539816300408?fbclid=IwAR2DYpP1xx2oYh0Ed1VsCKPTDvmFFi0Z_IHNzJlQ1Egz4uwItT4HZI_6j00

SARKER et al. *COVID Crisis: Fiscal, Monetary and Macro-financial Policy Response*. [online]. Dostupné z:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3601524&fbclid=IwAR3lLs64YM8YoyceKm1r96Y-OBpjBwbvu7W3Ilv0tZXtuYEIYCeg99hMbc

EMMONS, William R., NEELY, Christopher J. *Responses of International Central Banks to the Covid-19 Crisis*. [online]. Dostupné z:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3736262&fbclid=IwAR3RBmh1IY0qdcwtxITsCiWCjC92UeN6D_nSQeemHlx79ekTgqwQOf5Amg

McKIBBIN, Warwick. VINES, David. *Global macroeconomic cooperation in response to the COVID-19 pandemic: a roadmap for the G20 and the IMF*. [online]. Dostupné z:

https://academic.oup.com/oxrep/article/36/Supplement_1/S297/5899018?login=true&fbclid=IwAR0Ma9N16dYRG2uCOGP2IUGzYmmn6NZPHhQjRgyiuELpjlPpsVFEOemHKM

Seznam použitých právních předpisů

Zákon č. 6/1993, Sb. o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů

Konsolidované znění Smlouvy o Evropské unii a Smlouvy o fungování Evropské unie. Úř. věst. C 202, 7. června 2016

Protokol (č. 4) o statutu Evropského systému centrálních bank a Evropské centrální banky

Zákon č. 192/2020 Sb. ze dne 16. dubna 2020, kterým se mění zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 219/2021 Sb., kterým se mění zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů

The Federal Reserve Act of 1913

Seznam použité judikatury

Rozsudek Soudního dvora (pléna) ze dne 27. listopadu 2012, Thomas Pringle v. Government of Ireland a další, C 370/12, ECLI:EU:C:2012:756. [online]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/ALL/?uri=CELEX%3A62012CJ0370>

Rozsudek Soudního dvora (velkého senátu) ze dne 16. června 2015, Peter Gauweiler a další v. Deutscher Bundestag, C-62/14, ECLI:EU:C:2015:400. [online]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX%3A62014CJ0062>

BVerfG, Urteil des Zweiten Senats vom 21. Juni 2016, 2 BvR 2728/13, Rn. 1-220, [online]. Dostupné z: http://www.bverfg.de/e/rs20160621_2bvr272813.html

Rozsudek Soudního dvora (velkého senátu) ze dne 11. prosince 2018, Heinrich Weiss a další proti Bundesregierung C-493/17, ECLI:EU:C:2018:1000. [online]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/ALL/?uri=CELEX:62017CJ0493>

Rozsudek německého Spolkového Ústavního soudu ze dne 5. května 2020, sp. zn. 2 BvR 859/15, 2 BvR 1651/15, 2 BvR 2006/15, 2 BvR 980/16. [online]. Dostupné z: https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/EN/2020/05/rs20200505_2bvr085915en.html

Seznam grafů

<i>Graf 1: Vývoj dvoutýdenní repo sazby ČNB</i>	<i>24</i>
<i>Graf 2: Vývoj bilance ECB</i>	<i>36</i>
<i>Graf 3: Zúžení spreadů mezi německými dluhopisy a dluhopisy jižních států eurozóny po oznámení programů PEPP a PELTRO.....</i>	<i>38</i>
<i>Graf 4: Vývoj bilanční struktury ECB a FEDu v reakci na pandemii COVID-19.....</i>	<i>71</i>

Seznam tabulek

<i>Tabulka 1: Shrnutí role ECB jako věřitele poslední instance.....</i>	<i>56</i>
<i>Tabulka 2: Shrnutí role FEDu jako věřitele poslední instance</i>	<i>72</i>

Právní a ekonomické aspekty institutu věřitele poslední instance

Abstrakt

Diplomová práce se věnuje právním a ekonomickým aspektům institutu věřitele poslední instance, jakožto klíčovému institutu, který napomáhá zajišťovat stabilitu finančních trhů. Diplomová práce je rozdělena do čtyř částí. První část diplomové práce je zaměřena na ekonomické aspekty tohoto institutu, zejména se věnuje obecnému vymezení pojmu věřitele poslední instance a jeho historické genezi, a dále také zásadám a formám pomoci věřitele poslední instance. Klíčovým poznatkem této části je zejména Thornton-Bagehotova doktrína věřitele poslední instance. Ve druhé části práce je vymezeno zakotvení institutu věřitele poslední instance v právním řádu České republiky. Třetí část práce se věnuje právní úpravě institutu věřitele poslední instance na evropské úrovni a zároveň poskytuje i shrnutí relevantní judikatury Soudního dvora Evropské unie, a to sice případů Pringle, Gauweiler a Weiss. Čtvrtá a sice závěrečná část práce nastiňuje právní úpravu tohoto institutu v USA. Ve druhé až čtvrté části práce je rovněž provedena analýza chování 3 centrálních bank (ČNB, ECB a FED) při plnění role věřitele poslední instance během globální finanční krize z roku 2008, evropské dluhové krize a současné koronavirové krize, přičemž jsou zde podrobněji popsány centrálními bankami zavedené programy a nástroje na dodání nouzové likvidity. V samotném závěru práce autorka hodnotí naplnění cílů práce a soulad přijatých opatření zmíněných centrálních bank z pohledu naplnění zásad ekonomické teorie (Thornton-Bagehotovy doktríny). Autorka v závěru rovněž provádí vzájemnou komparaci přístupů zmíněných centrálních bank a zhodnocuje vývoj jejich chování v roli věřitele poslední instance mezi jednotlivými krizemi. Diplomová práce poskytuje ucelený právně-ekonomický pohled na institut věřitele poslední instance.

Klíčová slova

Věřitel poslední instance, ČNB, ECB, FED, krize

Legal and economic aspects of the institute of the lender of last resort

Abstract

The master thesis deals with the legal and economic aspects of the institute of the lender of last resort, as a key institute that helps ensure the stability of financial markets. The thesis is divided into four parts. The first part is focused on the economic aspects of this institute, especially deals with the general definition of the term lender of last resort and its historical genesis, as well as the principles and forms of assistance of the lender of last resort. The key knowledge of this part is the Thornton-Bagehot doctrine of the lender of last resort. The second part of the thesis deals with the legal regulation of the lender of last resort in the Czech Republic. The third part is aimed at relevant European legislation and provides a summary of the relevant case law of the Court of Justice of the European Union, namely the cases Pringle, Gauweiler and Weiss. The fourth and final part of the thesis outlines the legal framework of this institute in the USA. The second to fourth part of the thesis also analyzes the behavior of 3 central banks (CNB, ECB and FED) in fulfilling the role of lender of last resort during the global financial crisis of 2008, the European debt crisis and the current coronavirus crisis, described in more detail by central banks established programs and instruments for the provision of emergency liquidity. In the conclusion, the author evaluates the fulfillment of the objectives of the thesis and the compliance of the measures taken by the mentioned central banks from the point of view of fulfilling the principles of economic theory (Thornton-Bagehot doctrine). In conclusion, the author also compares the approaches of mentioned central banks and evaluates the development of their behavior in the role of lender of last resort between the analyzed crises. The thesis provides a comprehensive legal and economic view of the institute of the lender of last resort.

Keywords

Lender of last resort, CNB, ECB, FED, crisis