

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA**

Evidenčné číslo: 15310/I/2010/0004227686

VYUŽITIE REPO OBCHODOV NA PEŇAŽNOM TRHU
Diplomová práca

2010

Bc. Marian Rybecký

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA**

VYUŽITIE REPO OBCHODOV NA PEŇAŽNOM TRHU

Diplomová práca

Študijný program: Bankovníctvo
Študijný odbor: 30 30 62 Financie, bankovníctvo a investovanie
Školiace pracovisko: 15 310 Katedra bankovníctva a medzinárodných financií
Školiteľ: Ing. Viera Malacká PhD.

Bratislava 2010

Bc. Marian Rybecký

Ekonomická univerzita v Bratislave
Národohospodárska fakulta

ZADANIE ZÁVEREČNEJ PRÁCE

Meno a priezvisko študenta: Marian Rybecký

Študijný program: bankovníctvo (jednoodborové štúdium, inžiniersky II. st.,
externá forma

Študijný odbor: Financie , bankovníctvo a investovanie

Typ záverečnej práce: Inžinierska záverečná práca

Jazyk záverečnej práce: slovenský

Názov: Využitie repo obchodov na peňažnom trhu

Anotácia: Cieľom predkladanej diplomovej práce je analyzovať význam repo obchodov, ich úlohu v menovej politike Slovenskej republiky a v Eurosysteme, ako jedného z najdôležitejších nástrojov riadenia likvidity v bankovom sektore. Prináša pohľad na historický vývoj v SR od roku 2000 až po vstup SR do Európskej menovej únie.

V práci sa zameriavame na teoretické poznatky a východiská repo obchodov a možnosti ich využitia. Analyzujeme vývoj a spôsob využitia od roku 2000 až po súčasnosť. Významná časť je venovaná nástrojom menovej politiky NBS, akceptovateľným aktívam a kreditnému riziku.

Školiteľ: Ing. Viera Malacká, PhD.

Katedra: KBaMF NHF – Katedra bankovníctva a medzinár. fin. NHF

Vedúci katedry: doc. Ing. Eva Horvátová, CSc.

Dátum zadania: 10.11.2008

doc. Ing. Eva Horvátová, CSc.

Dátum schválenia: 27.01.2010

vedúca katedry

Čestné vyhlásenie

Čestne vyhlasujem, že záverečnú prácu som vypracoval samostatne a že som uviedol všetku použitú literatúru.

Dátum: 16. apríl 2010

.....

Touto cestou by som rád poďakoval vedúcej diplomovej práce Ing. Viere Malackej, PhD., za jej odbornú pomoc a pripomienky pri vypracúvaní mojej diplomovej práce.

ABSTRAKT

RYBECKÝ, Marian: *Využitie repo obchodov na peňažnom trhu*. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Národohospodárska fakulta; Katedra bankovníctva a medzinárodných financií. – Bratislava: NHF EU, 2010, 72 s.

Cieľom záverečnej práce bolo analyzovať význam repo obchodov, ich úlohu v menovej politike Slovenskej republiky a v Eurosysteme, ako jedného z najdôležitejších nástrojov riadenia likvidity v bankovom sektore.

Práca je rozdelená do 3 kapitol. Obsahuje 8 grafov, 11 tabuliek.

Prvá kapitola je venovaná charakteristike, teoretickým poznatkom a východiskám repo obchodov.

Ďalšia časť je venovaná analýze repo obchodov v Slovenskej repulike od roku 2000, vrátane prechodu na Euro v roku 2009.

Záverečná kapitola sa zaoberá repo obchodmi v rámci Európskej únie a Eurosystemu, ako aj nástrojom menovej politiky pod vplyvom finančnej krízy.

Kľúčové slová:

repo obchod, repo trh, kolaterál, menová politika, Eurosystem, Európska centrálna banka,

ABSTRAKT

RYBECKÝ, Marian: *The use of repurchase trades in the monetary market.* – University of Economics in Bratislava. Faculty of National Economy; Department of Banking and International Finance – Bratislava : NHF EU, 2010 – 72 pages

The goal of the final thesis was to analyse the significance of the repurchase trades, its role in the monetary policy of the Slovak Republic and the Eurosystem, as one of the most important tools in the liquidity management in the banking sector.

Thesis is split in 3 chapters. It consists of 8 charts, 11 tables .

The first chapter explains the main characteristics of the repurchase trades, the academic knowledge, and the reasons of repo trades existence.

The second chapter deals with the analysis of the repurchase trades in Slovak Republic since 2000, including EUR transition in 2009.

The final chapter describes the repurchase trades within the European Union and the Eurosystem, as well as the repo trades as a tool of the monetary politics under the influence of the financial crisis.

Key words:

Repurchase trade, repurchase market, collateral, monetary policy , eurosystem, ecb

OBSAH

ÚVOD

1	Charakteristika repo obchodov	11
1.1	Vymedzenie pojmu	11
1.2	Formy repo obchodov	12
1.3	Výhody a nevýhody repo obchodov	13
1.4	Príčiny vzniku	14
1.5	Kolaterál.....	15
1.6	Druhy repo obchodov	16
1.7	Repo tendre	19
1.8	Riziká	20
1.9	Vlastnosti repo obchodov	21
1.9.1	Ekonomické vlastnosti	21
1.9.2	Výnosy	22
1.9.3	Úroková miera	22
2	Repo obchody v podmienkach SR pred vstupom do Eurozóny	23
2.1	Vývoj repo obchodov v Slovenskej republike po roku 2000.....	23
2.2	Repo obchody v roku 2008 a prechod na EURO.....	36
3	Analýza výkonu menovej politiky v SR po vstupe do Eurosystemu.....	42
3.1	Eurosystem.....	42
3.2	Právna úprava	45
3.3	Nástroje menovej politiky NBS	45
3.3.1	Operácie na voľnom trhu	45
3.3.2	Automatické operácie	48
3.3.3	Povinné minimálne rezervy	49
3.4	Akceptovateľné aktíva	49
3.5	Kreditné riziko	52
3.6	Tendre v Eurosysteme , operačné kroky	54
3.7	Analýza výkonu menovej politiky - vplyv finančnej krízy	58
3.8	Neštandardné nástroje menovej politiky.....	67

ZÁVER

POUŽITÁ LITERATÚRA

Úvod

Cieľom diplomovej práce je analyzovať význam repo obchodov a ich úlohu v menovej politike Slovenskej republiky, Eurosystemu a USA.

Úvodná časť je venovaná základnej charakteristike repo obchodov. V Slovenskej republike došlo k rozvoju repo obchodov na konci deväťdesiatych rokov minulého storočia. Centrálné banky využívajú repo operácie ako základný nástroj na voľnom trhu.

Kľúčovou úrokovou mierou, ktorá ovplyvňuje základné ekonomické procesy, sa stala práve úroková sadzba pre repo obchody. Táto časť diplomovej práce obsahuje charakteristiku repo obchodov, ich výhody a nevýhody, príčiny vzniku, ekonomické vlastnosti. Oboznamuje s pojmami kolaterál, marža, tender.

Druhá kapitola je zameraná na výkon menovej politiky a využívanie repo obchodov v podmienkach Slovenskej republiky od roku 2000, do roku 2009. Obsahuje prehľadné informácie o druhoch a objemoch repo operácií v tomto období. Opisuje tiež obdobie vstupu Slovenska do eurozóny, a prechod od autonómneho výkonu menovej politiky NBS k spoločnej menovej politike Eurosystemu.

Tretia časť je venovaná analýze výkonu menovej politiky v Slovenskej republike po vstupe do Eurosystemu. Je to systém centrálnych bánk eurozóny, ktorý pozostáva z Európskej centrálnej banky a národných centrálnych bánk 16 členských štátov EÚ, ktorých spoločnou menou je Euro. Kapitola oboznamuje s právnou úpravou, akceptovateľnými aktívami a rizikami repo obchodov.

Praktická časť diplomovej práce je venovaná analýze výkonu menovej politiky pod vplyvom prebiehajúcej finančnej krízy. Finančná kríza, ktorá sa rozšírila z hypotekárnej krízy v USA do celého sveta, si vyžiadala nadštandardné zásahy najvýznamnejších svetových centrálnych bánk. Analyzuje účinnosť opatrení Európskej centrálnej banky

a Federálneho rezervného systému a účinky neštandardných menových nástrojov, ktoré centrálné banky využívali, a naďalej využívajú v boji s krízou.

1 Charakteristika repo obchodov

1.1 Vymedzenie pojmu

Repo obchody predstavujú predaj cenných papierov za hotovosť s dohodou o ich budúcom nákupe. Stali sa dôležitou súčasťou medzinárodných finančných trhov. Vznikli v USA, a potom sa v 80 rokoch rozšírili na eurotrhy ako výsledok silného dopytu dealerov a malých obchodných bánk s obmedzeným prístupom k medzinárodnému bankovému financovaniu. Ďalší rast vrátane vzniku národných repo trhov spôsobili ďalšie faktory vrátane arbitráže na derivátových trhoch, sekuritizácie a tlak na využitie kapitálu ako aj snahy o zníženie úverového rizika, nákladov a rizík spojených s cezhraničným obchodovaním s cennými papiermi. Väčšia harmonizácia v právnych, účtovných a daňových otázkach bola ďalším podnetom pre medzinárodné i národné rozvíjanie repo trhov.¹

Repo obchod je označenie pre požičanie hotovosti, ktorú využívajú centrálné banky k menovým operáciám, obchodné banky k riadeniu hotovosti, obchodníci s cennými papiermi ako pákový nástroj a podniky ako investičný nástroj. Repo obchody sú prijateľnou formou bezpečného požičiavania hotovosti, pretože znižujú úverové riziko a transakčné náklady. Okrem toho podporujú rozvoj finančného trhu, lebo umožňujú ľahko získať hotovosť a v niektorých prípadoch pomáhajú centrálnym inštitúciám zamerať dopyt po cenných papieroch len na určité druhy cenných papierov. Zavedenie repo obchodov sa považuje za dôležitú štrukturálnu zmenu na národných kapitálových a peňažných trhoch v 80. rokoch.

Repo je dohoda dvoch strán o prevode hotovosti a cenných papierov v dvoch krokoch. Jeden krok je spotový a druhý forwardový. Je to teda kombinácia spotového predaja cenného papiera a forwardového spätného nákupu cenného papiera k určitému dátumu v budúcnosti. Prvá časť repa sa začína predajom cenného papiera druhej strane za hotovosť. Druhá časť repa spočíva v spätnom odkúpení cenného papiera. Repo dohoda je z ekonomického hľadiska v podstate kolateralizovanou pôžičkou hotovosti, ktorá sa realizuje

¹ JÍLEK, J. : Moderní finanční produkty, Grada publishing, 1999, str. 15

prostredníctvom predaja a následného nákupu cenných papierov za vopred stanovenú cenu a k presnému dátumu. Kupujúci cenných papierov poskytuje hotovosť predávajúcemu cenných papierov s tým, že pôžička sa splatí pri spätnom nákupe cenných papierov pôvodným predávajúcim.

Repo obchody sa dojednávajú na kratšie obdobia, zvyčajne do dvoch týždňov, a repo úrokové miery sú blízke medzibankovým úrokovým mieram. Vo svete sa realizujú mnohými spôsobmi v závislosti na trhovej infraštruktúre, praxi a zákonoch danej krajiny

Je dôležité poznamenať, že pojem kolaterál nepoužívame v jeho obvyklom význame. Kolaterálom s spravidla označuje niečo, čo je dočasne poskytnuté ako zábezpeka, ale čo z ekonomického hľadiska nemení vlastníctvo. Pri repo obchodoch však právne vlastníctvo cenných papierov prechádza z jednej strany na druhú. Napriek tomu sa tu cenné papiere označujú ako kolaterál, a to ako na trhu, tak aj v štandardných právnych dohodách.

1.2 Formy repo obchodov

Ako už bolo spomenuté, repo obchod predstavuje predaj cenných papierov v hotovosti so súčasným záväzkom nakúpiť cenné papiere späť v budúcnosti. Repo je teda spotový predaj s opačnou operáciou neskôr. Reverzné repo je naopak nákup cenných papierov za hotovosť so súčasným záväzkom vrátiť cenné papiere späť za hotovosť v budúcnosti.²

Pojem repo sa používa pre tri právne rozlišné nástroje:

Sell and buy back – je to najjednoduchšia forma repa a obsahuje priamy predaj cenného papiera za jeho momentálnu cenu a priamy spätný nákup toho istého cenného papiera k budúcemu dátumu za vopred stanovenú cenu. Jedná sa o kombináciu spotového predaja a forwardového nákupu. Sell and buy back je možné realizovať v jednej zmluve alebo vo

² JÍLEK, J. : Moderní finanční produkty, Grada publishing, 1999, str. 17

dvoch nezávislých zmluvách bez toho, aby táto skutočnosť menila ekonomickú podstatu, právnu formu, či účtovné riešenie tohto nástroja.

Klasické repo- je to dômyselnejšia forma sell and buy backu, ktorá je dokumentovaná rámcovou písomnou dohodou. Niekedy sa pojmom repo rozumie len klasické repo. Pritom obe strany súhlasia s prevedením dvoch operácií v rámci jedného nástroja.

Požičanie cenných papierov (security lending) a vypožičanie cenných papierov (security borrowing) – jedná sa o prevod cenných papierov na dočasné obdobie a to obvykle s výmenou kolaterálu. Ako kolaterál je možné použiť aj hotovosť. V takomto prípade je transakcia veľmi podobná klasickému repo obchodu.

1.3 Výhody a nevýhody repo obchodov

Medzi výhody repo obchodov patrí:³

- zdokonalenie finančných trhov
- zníženie nákladov na financovanie rôznych subjektov vrátane vlád
- zvýšená likvidita na dlhopisových a derivátových trhoch
- lepšia možnosť umiestnenia nových emisií cenných papierov prostredníctvom aukcií
- zníženie nákladov financovania pre tvorcov trhu
- flexibilný nástroj centrálnych bánk pre ich operácie na voľnom trhu
- bezpečná možnosť požičiavania hotovosti, ktorá znižuje úverové riziko vzhľadom k súčasnému prevodu kolaterálu vrátane právnych nárokov na tento kolaterál
- zvýšená účinnosť zaistovania
- zvýšená výnosnosť do dlhopisov prostredníctvom požičiavania dlhopisov

Na trhoch, kde centrálné inštitúcie podporovali repo obchody ako prostriedok intervencií na peňažnom trhu a tiež ako nástroj kapitálového trhu poskytuje repo trh účastníkom výhody. Vzhľadom k existencii poplatkov za denné prečerpanie a vzhľadom ku kapitálovej

³ JÍLEK, J. : Moderní finanční produkty, Grada publishing, 1999, str. 25

primeranosti nadobúda repo trh nový význam. Niektoré nezaistené nástroje stagnujú. Rast repo obchodov má medzinárodný charakter a jeho použitie nezostáva pri dlhopisoch, ale rozširuje sa aj na ďalšie produkty, ako sú akcie a komodity.

Nevýhodou repo obchodov je možnosť účastníka krátko predať cenné papiere a pákový mechanizmus. Pákový mechanizmus je možné realizovať prostredníctvom repa tak, že cenné papiere sa repujú (predávajú v rámci repa), čím sa získava hotovosť.

Táto je potom investovaná do nových cenných papierov, ktoré sa ďalej repujú. Tento proces je možno opakovať v miere, v akej to dovoľuje obozretnosť a maržové požiadavky. Podobne je možné za hotovosť reverzovať cenné papiere, ktoré sa predávajú. S obdržanou hotovosťou sa uskutoční reverzný repo obchod. Aj tento cyklus je možné viacnásobne opakovať. Repo obchody takto umožňujú otvoriť gigantické úrokové pozície bez dostatočného hotovostného a kapitálového krytia. V tomto zmysle repo obchody predstavujú podobné nebezpečenstvo ako deriváty.

1.4 Príčiny vzniku

Repo trhy sa v uplynulých rokoch rýchlo rozvíjali. Dôvodom bola najmä potreba zaujímať a zaisťovať krátke pozície na peňažných, kapitálových a derivátových trhoch a záujem redukovať úverové riziko partnera. Repo slúži centrálnym bankám a ďalším subjektom. Centrálna banka používa repo ako nepriame nástroje menovej politiky, najmä pre každodenné riadenie likvidity. V niektorých prípadoch k podpore sekundárneho trhu s cennými papiermi. Ostatné subjekty repo používajú k riadeniu likvidity, k financovaniu nákupu cenných papierov, ku krátkodobému investovaniu hotovosti a podobne. Obchodníci s cennými papiermi používajú repo k zníženiu nákladov na financovanie svojich portfólií.

S tým, ako centrálna banka prešla k nepriamym nástrojom menovej politiky, vznikla potreba pomoci obchodným bankám v riadení likvidity. K tomu slúžia dobre vykonštruované nástroje, ktoré môžu kedykoľvek použiť. Predtým než vznikne vyvinutý

sekundárny trh so štátnymi dlhopismi, môže centrálna banka ovplyvňovať celkovú likviditu týchto dlhopisov tým, že nakupuje v pravidelných aukciách rôzne množstvo akcií za priemernú cenu. Okrem toho môže ovplyvňovať trh v dobe medzi pravidelnými aukciami a reagovať na dočasné a neočakávané turbulencie v ponuke a dopyte po menových rezervách, a to v súlade s menovou politikou. Takéto aukcie znižujú každodennú volatilitu dopytu a ponuky po rezervách, a tým volatilitu jednodenných úrokových mier.

Centrálna banka môže dočasne zvýšiť likviditu bankového systému nákupom cenných papierov prostredníctvom reverzného repa. V prvej časti centrálna banka vymieňa rezervy za cenné papiere, a tým dodáva likviditu. V druhej časti je proces opačný. Pri sťahovaní likvidity z bankového systému centrálna banka prostredníctvom repa predáva cenné papiere.

Repo obchody majú pre centrálnu banku niektoré výhody. Môžu byť použité ku korekcii likvidity bankového systému aj v prípade nelikvidného sekundárneho trhu. V tomto prípade repo poskytuje flexibilitu v splatnosti a v časovom obchode, takže je možné ho použiť ku krátkodobým korekciám rezerv bankového systému.

Repo vyprší k stanovenému dátumu, takže menový dopad sa sám likviduje. Centrálna banka preferujú zaistené požičiavanie hotovosti obchodným bankám, čím si chránia svoju rozvahu proti zlyhaniu obchodnej banky. Tým sa zabráňuje problémom negatívneho výberu a zvyšuje sa disciplína finančného systému. Konečne repo obchody medzi centrálnou bankou a obchodnými bankami pomáhajú demonštrovať repo ako užitočný prostriedok zabezpečených úverov, ktoré je možné realizovať na medzibankovom trhu. Pomáhajú vyrovnať výkyvy v medzibankových úrokových mierach. Bez zaistených úverov by medzibankový trh bol negatívne ovplyvnený limitami na jednotlivé banky.

1.5 Kolaterál

Pojem kolaterál sa u repa používa k popisu časti výmeny, ktorého účel je pomocný alebo sekundárny vzhľadom k hlavnému účelu transakcie. Cieľom je efektívne zaistiť dodržanie záväzkov stranou, ktorá poskytuje kolaterál proti svojim záväzkom podľa hlavnej časti

výmenny. Napríklad pri cenných papieroch je hlavným účelom operácie požičanie špeciálnych cenných papierov. Druhú časť výmeny predstavuje kolaterál. U sell and buy backu a klasického repa je zvyčajne hlavným účelom pôžička hotovosti alebo prípadne pôžička cenných papierov. Technicky je kolaterál v každom prípade druhou stranou výmeny.⁴

Kolaterálom u klasického repa bežne bývajú aj štátne dlhopisy, eurodlhopisy, podnikové dlhopisy. Tieto dlhopisy môžu byť s pevným alebo premenlivým kupónom. Na národnom americkom repo trhu sú štátne dlhopisy doplnené o cenné papiere federálnych agentúr. V USA sa tiež používajú hypotekárne listy a nástroje peňažného trhu ako depozitné certifikáty, bankové akcepty a komerčné papiere. Stále viac sa tiež používajú cenné papiere zaistené aktívami.

Dodávka kolaterálu sa uskutočňuje rovnakým spôsobom ako dodávka na dlhopisovom trhu. Uskutočňuje sa prostredníctvom národného alebo medzinárodného clearingového systému.

1.6 Druhy repo obchodov

- O/N REPO (Overnight REPO) – jednodňové REPO – je to operácia spätného odkúpenia na dobu jedného dňa, prebieha iba v čase medzi zatvorením a otvorením peňažného trhu,

- termínované REPO – ide o klasický prípad REPO obchodu, kedy sa úver poskytuje na dobu dlhšiu ako jeden deň, pričom kupujúcim je investor a predávajúcim je komerčná banka,

-reverzné REPO – predstavuje opak REPO obchodu, čiže subjektom, ktorý kupuje štátne pokladničné poukážky od investora a súhlasí s ich spätným odpredajom za vyššiu cenu je komerčná banka.⁵

⁴ JÍLEK, J. : Moderní finanční produkty, Grada publishing, 1999, str. 146

⁵ PILCH, C. : Štátne cenné papiere a obchodovanie s nimi v podmienkach SR, 3. časť

- maloobchodné repo – úverovanie banky prostredníctvom repo dohody s možnosťou predčasných výberov bez penalizácie

- dodávkové repo – obsahuje dodávku kolaterálu dodávateľovi hotovosti prostredníctvom účtovného prevodu na depozity kupujúceho alebo dodávku fyzických certifikátov kupujúcemu. Jedná sa o najbežnejší repo obchod.

- tripartitný repo – zahrňuje ďalšiu stranu, sprostredkovateľa, ktorý slúži ako depozitár kolaterálu. V tomto prípade dodáva kolaterál tretej strane a tá ho drží na zvláštnom účte na meno kupujúceho. Povinnosťou depozitára je prevedenie dodávky pri platení na začiatku a na konci repa, denné poskytovanie údajov o kolateráli obom stranám, zabezpečenie aby kolaterál spĺňal kritériá kupujúceho, denné trhové oceňovanie, dohľad nad substitúciami, a celková administratíva.. K takémuto obchodu je treba zvláštna dohoda medzi všetkými tromi stranami o fungovaní depozitného systému, ktorá existuje vedľa repo dohody medzi dvomi hlavnými stranami. Poplatok tretej strane platí predávajúci. Na začiatku repa preberá clearingová inštitúcia peniaze od dodávateľa hotovosti, a kredituje hotovostné účty dodávateľa kolaterálu a súčasne prevádza kolaterál clearingového účtu cenných papierov dodávateľa kolaterálu na účet dodávateľa hotovosti. K dátumu ukončenia repa, keď kolaterál mení svojho vlastníka, lebo nezahrňa dodávku kolaterálu medzi inštitúciami, a takýmto spôsobom sa vyhnú clearingovým nákladom. Klient deleguje náklady administratívy kolaterálu na tretiu stranu. Tripartitné repo tiež dealerovi umožňuje substituovať kolaterál. Nevýhod tohto repa pre kupujúceho je možnosť predávajúceho prevádzať viacnásobné substitúcie. Znamená to, že kupujúci nemôže ďalej používať kolaterál v ďalších obchodov. Výhodami kupujúceho sú administratívna jednoduchosť a znižovanie administratívnych a právnych nákladov, najmä v podnikoch, ktoré nemajú systémy pre obchodovanie s cennými papiermi, ktoré majú banky. Možnosť denne korigovať množstvo hotovosti prostredníctvom tripartitného otvoreného reverzného repa, pri denných zmenách s dodávkou kolaterálu sú náklady vysoké a pre predávajúceho nie je výhodné obchody na bilaterálnom základe.

- úschovné repo – nedochádza k prevodu kolaterálu, ktorý je uložený na oddelených účtoch zriadených na konto majiteľa cenných papierov v clearingovej banke alebo v depozitári. Znamená vyhnutie sa nákladom na prevod kolaterálu v clearingových systémoch . Repo je užitočné v prípadoch, keď dodávka kolaterálu je náročná a drahá.

- dvojmenové repo – môže prísť k situácii, keď si predávajúci praje hotovosť v inej mene, ale môže ponúkať cenné papiere v inej mene. Je to možné, lebo cenné papiere sa ponúkajú v podstate ako kolaterál . V tomto prípade ide o dvojmenový repo obchod.

- akciové repo – základom je spotový nákup alebo predaj a forwardová reverzná transakcia. Tento koncept je možné rozšíriť akoukoľvek formou kolaterálu, akou sú akcie a komodity. Akciové repo sa rozvíja od začiatku 90. rokov a je ťahané rovnakými silami, ktoré vytvorili repo trh s dlhopismi. Investičné firmy hľadajú financovanie pre svoje akciové portfóliá a používajú tieto portfóliá ako kolaterál. Naproti tomu investori hotovosť hľadajúci diverzifikáciu svojich portfólií sú ochotní prijať akciový kolaterál. Akciové repo sa vyvinulo neskôr ako dlhopisový repo trh, a to vzhľadom k podstate akcií ako finančných nástrojov. Cashflow a práve vzťahujúce sa k akciám sú všeobecne iné ako v prípade dlhopisov. Počas repa môže napríklad prísť k emisií nových akcií s predkupným právom súčasných akcionárov. Okrem toho sú dividendy platené čisté, až po odpočítaní zrážkovej dane, čo má za následok , že akcie predané v rámci repa sa obvykle ku dňu výplaty dividendy sťahujú späť. Akciové trhy sú všeobecne spojené s rizikom vyššej volatility a trh s jednotlivými akciami je obvykle nemej likvidný ako trh s dlhopismi bežne používaných pri repo obchodoch.

- štruktúrované repo – tento druh je kombináciou klasického repo obchodu a opcie. Opcia umožňuje kupujúcemu ukončenie obchodu v určitých okamihoch v budúcnosti. Predávajúci cenných papierov je súčasne predávajúcim opcie a kupujúci cenných papierov je súčasne kupujúcim opcie. Opčná prémie je zakomponovaná do repo miery, ktorá je oproti repo miere samotného repa nižšia. Výhodou štruktúrovaného repa je, že predávajúci môže obdržať nižšiu repo mieru vzhľadom k opcii, ktorú predáva kupujúcemu.

Na Slovensku sa využívajú aj tzv. refinančné repo obchody. Je to klasický repo obchod, kde kupujúcim je NBS. Je to teda spotový predaj ŠPP bankou s valutou toho istého dňa NBS a ich spätný termínovaný predaj.

Opakom refinančného repo obchodu je sterilizačný repo obchod, kde v úlohe predávajúceho je NBS a kupujúcou bude komerčná banka. Čiže sterilizačný repo obchod je pohotovú predaj ŠPP NBS s valutou toho istého dňa banke a ich termínovaný spätný predaj. Tento postup využíva centrálna banka v prípade, že je v bankovom sektore príliš veľká likvidita. NBS využíva tieto obchody hlavne formou tendra, potom vyhlasuje buď refinančný repo tender, alebo sterilizačný repo tender. Tieto tendre sa realizujú neskôr buď formou americkej a holandskej aukcie, alebo aukciou s pevne stanovenou úrokovou sadzbou. NBS oznamuje repo sadzby systémom Reuters, pričom treba zdôrazniť, že objem obchodov je zväčša limitovaný. Ak sa obidve strany dohodnú na všetkých podmienkach je potrebné vypočítať aj cenu spätného nákupu.

1.7 Repo tendre

Repo tendre su v podstate tie isté operácie ako repo obchody, ale vykonávajú sa hromadnou formou, tzn. s balíkom vybraných cenných papierov. Z hľadiska vplyvu na likviditu bankového sektora sa rozlišuje :⁶

- refinančný repo tender
- sterilizačný repo tender

V podmienkach NBS bolo možné tendre realizovať formou:

1.tendra s nestanovenou úrokovou sadzbou

- a) aukciou americkým spôsobom (ponuky sú zoradené podľa výšky úrokových sadzieb a všetci akceptovaní účastníci v aukcii sú uspokojení za úrok uvedený v prihláške do aukcie)

⁶ KOTLEBOVÁ J., SOBEK O. :Menová politika – stratégie, inštitúcie a nástroje, IURA Edition, 2007, str. 192

b) aukciou holandským spôsobom (ponuky sú zoradené podľa výšky úrokových sadzieb a všetci akceptovaní účastníci sú uspokojení za rovnaký úrok, a to posledný akceptovaný úrok v aukcii)

2.tendra so stanovenou úrokovou sadzbou

1.8 Riziká

Repo obchody sú spojené najmä s úverovým a trhovým rizikom.⁷

Úverové riziko

Každá repo operácia predstavuje pre predávajúceho a kupujúceho dve úverové riziká. Vzhľadom k partnerovi, ktorý môže ignorovať repo, a vzhľadom k emitentovi cenného papiera. Mylným predpokladom je, že poskytovateľ hotovosti má vždy vyššie úverové riziko. Pravdepodobnosť zlyhanie oboch subjektov je nižšia, ale tieto riziká je potrebné brať do úvahy. Treba uskutočniť analýzu a stanoviť limity pre jednotlivých partnerov ako aj pre objem prijatého kolaterálu. Prvým rizikom predávajúceho a kupujúceho je, že druhá strana k dátumu ukončenia repa nevráti dlhopisy alebo hotovosť. Pri repo operáciách kupujúci obdrží plné práva k dlhopisom. Riziko je v tom, že hodnota dlhopisov v dobe zlyhania je nižšia alebo vyššia ako cena spätného nákupu. Riziko je vyššie u dlhopisoch s dlhšou splatnosťou a vyššou duráciou na volatilných trhoch. Úverové riziko je možné eliminovať maržovaním. Hneď ako je stanovená dôveryhodnosť partnera a kolaterálu, je treba aby sa strany dohodli na haircut (počiatočná marža, rozdiel medzi trhovou hodnotou a výškou zabezpečenia). Kolaterál by mal byť denne oceňovaný, a keď čistá expozícia prevyšuje dohodnutý limit, je potrebné uskutočniť maržovú výzvu. Limitovanie úverového rizika je možné prostredníctvom systému riadenie rizík, ktorý zohľadňuje potenciálne zmeny na trhu založené na splatnosti repa a druhu a splatnosti cenných papierov. Väčšina inštitúcií má úverovú politiku založenú na percentuálnom limite cenných papierov, ktoré musí dodržať.

⁷ JÍLEK, J. : Moderní finanční produkty, Grada publishing, 1999, str. 150

Druhým rizikom je skutočnosť, že emitent kolaterálu môže zlyhať počas obdobia repo obchodu. Avšak v tomto prípade je bežné, že poskytovateľ hotovosti má za svojim repo partnerom pohľadávku, pretože predávajúci je stále povinný prevziať kolaterál späť za pôvodnú dohodnutú cenu spätného nákupu. Okrem toho u klasického repo obchodu maržovanie umožňuje poskytovateľovi hotovosti požadovať ďalší kolaterál. Existuje však reziduálne riziko, že zlyhá pred navýšením kolaterálu alebo pred dátumom spätného nákupu.

Trhové riziko

Prevažuje snaha, aby všetky trhové riziká a odmeny spojené s cennými papiermi niesol pôvodný vlastník. Nech sa s trhovou hodnotou dlhopisov behom obdobia repa stane čokoľvek, pôvodný predávajúci je povinný prevziať cenné papiere späť za cenu pôvodne stanovenú.

1.9 Vlastnosti repo obchodov

*1.9.1 Ekonomické vlastnosti*⁸

Cenné papiere je možné použiť k pokrytiu neúspešných obchodov alebo krátkych pozícií vzniknutých z krátkeho predaja dlhopisov v očakávaní zvýšenia úrokovej miery, z krátkeho predaja dlhopisov za účelom zaistenia dlhých spotových pozícií v dlhopisov, depozitoch alebo dlhých úrokových pozícií v derivátových nástrojoch, z krátkeho predaja dlhopisov za účelom arbitráže proti futures alebo opciám. Cenné papiere môžu zvýšiť príjem prostredníctvom poplatkov alebo prostredníctvom zabezpečenie lacnejšieho financovania, ktoré je možné reinvestovať za vyššiu úrokovú mieru.

Kolaterizovaná podoba repo obchodu poskytuje možnosť zníženia nákladov na financovanie najmä pre inštitúcie, ako sú investičné firmy, ktoré nemajú prístup na medzibankový trh depozít. Náklady pri nezaistenom financovaní sú pre investičné firmy bežne v určitom rozpätí nad referenčnou úrokovou mierou medzibankového trhu depozít a úspory dosiahnuté financovaním prostredníctvom repo operácií sú ešte vyššie. Keďže

⁸ JÍLEK, J. : Moderní finanční produkty, Grada publishing, 1999, str. 142

výmena aktív sa považuje za dočasnú, ekonomické riziká a zodpovedajúce výnosy z aktív, ktoré si obe strany dočasne vymieňajú sú štruktúrované tak, aby boli maximálne spojené s pôvodným vlastníkom.

1.9.2 Výnosy

Výnos je funkciou ponuky a dopytu. Akákoľvek strana poskytujúca hotovosť bude požadovať úroky od druhej strany za použitie hotovosti. Pri cenných papieroch to platí v prípade, že veriteľ cenných papierov poskytuje hotovosť ako kolaterál. V týchto prípadoch požaduje z hotovosti dohodnutú úrokovú mieru. Pri sell and buy backu úrok technicky neexistuje, ale rovnaký ekonomický efekt sa dosahuje prostredníctvom ceny spätného nákupu, ktorá zohľadňuje danú repo mieru.

1.9.3 Úroková miera

Všeobecne platí, že repo miera, za ktorú si predávajúci môže požičať v repo obchode hotovosť je nižšia ako čistý medzibankový úver. Dôvodom je znížené úverové riziko kupujúceho. V prípade zlyhania predávajúceho môže kupujúci peniaze obdržať predajom cenných papierov. Pritom úverová kvalita kolaterálu býva vyššia ako úverová kvalita predávajúceho. Existujú aj ďalšie faktory, ktoré ovplyvňujú repo úrokovú mieru :

- repo miera je vyššia, keď trh s daným kolaterálom je menej likvidný, nelikvidný trh s cennými papiermi vyvoláva vyššie rozpätie medzi bid a offer
- právo na substitúciu kolaterálu predstavuje výhodu pre predávajúceho a administratívna záťaž a strata flexibility pre kupujúceho . Čím vyšší je počet možných substitúcií, tým je vyššia repo miera
- úložný repo obchod je drahší ako dodávkové repo obchody vzhľadom k vyššiemu úverovému riziku
- repo miera dvojmenového repa je u ktorejkoľvek formy vyššia ako u jednomenového repo obchodu
- ochota kupujúceho akceptovať nižší haircut zvyšuje úverové riziko, a zvyšuje teda aj úrokovú mieru

- základom pre stanovenie repo sadzieb sú úrokové miery peňažného trhu, čistých depozít, depozitných certifikátov z rovnakou splatnosťou
- repo miera je ovplyvnená podmienkami na trhu dlhopisov

2 Repo obchody v podmienkach SR pred vstupom do Eurozóny

2.1 Vývoj repo obchodov v Slovenskej republike po roku 2000

Rok 2000 bol z pohľadu výkonu menovej politiky prelomový. Jednotlivé kroky systémových zmien sa uskutočnili postupne v priebehu prvej polovice roka. Prvá a rozhodujúca zmena v realizácii postupov NBS sa zaviedla vo februári. Banková rada Národnej banky Slovenska rozhodla, že počnúc prvým pracovným dňom tohto mesiaca budú mať komerčné banky, pôsobiace na domácom trhu, možnosť ktorýkoľvek deň v stanovenom čase a za pevne stanovenú sadzbu čerpať prostriedky od centrálnej banky. Jediný obmedzujúci faktor čerpania takéhoto úveru od NBS je výška zábezpeky vo forme akceptovateľných cenných papierov. Na druhej strane majú bankové domy za takisto pevne stanovenú sadzbu možnosť ukladať v centrálnej banke svoje relatívne voľné prostriedky za protihodnotu vo forme pokladničných poukážok NBS. Sadzby oboch facilití zároveň vytvárajú pomyselný koridor pre pohyb úrokových sadzieb peňažného trhu ako jeho horná a dolná hranica. Banková rada ďalej rozhodla, že stanovovanie týchto sadzieb ako jedného z najdôležitejších úrokovovo politických signálov bude patriť do jej kompetencie a bude mu predchádzať prerokovanie aktuálneho menového vývoja. Vytvorenie koridoru sadzieb predstavovalo ukončenie obdobia neistoty bankového sektora nad aktuálnym postupom centrálnej banky, pokračovanie stabilizácie peňažného trhu a predpoklady pre následnú stabilizáciu finančného trhu ako celku.⁹

⁹ ANDRESIČ, P. Zhodnotenie výkonu menovej politiky NBS prostredníctvom obchodov a voľnom trhu v roku 2000, In *Biatec*, 2001, roč.9, č. 5, str. 2-5

Koridor tvoril len jeden z dvoch pilierov v rámci nového systému výkonu menovej politiky. Druhým bol prechod od operatívne uskutočňovaných obchodov s komerčnými bankami, realizovaných formou tendra, na pravidelné týždenne uskutočňované obchody s pevnou dvojtýždennou dobou splatnosti.

Takisto sa štandardizoval aj samotný systém realizácie tendrov, keď utorkovej aukcii predchádza jeho formálne vyhlásenie v pondelok a vysporiadanie obchodov nasledujúci deň po tendri, t.j. v stredu. Dôvodom zavedenia jedného tendra v týždni s vopred stanoveným dňom realizácie, ako aj ostatných formálnych úprav bolo prispieť k väčšej predikovateľnosti a čitateľnosti činnosti centrálnej banky zo strany ostatných finančných inštitúcií a tým takisto prispieť k stabilizácii medzibankového peňažného trhu.

NBS tak týmito dvoma zmenami vytvorila systém založený na REPO tendri uskutočňovanom s týždennou periodicitou ako hlavnom nástroji na presadzovanie svojich zámerov, podporený oboma facilitami – refinančnou a sterilizačnou – ako forme individuálneho dorovnávania likvidity v rámci bankového sektora. I napriek tomu, že oba nástroje boli súčasťou menového inštrumentária NBS v modifikovanej forme aj v minulosti, ich paralelné využitie v praxi sa pred rokom 2000 prakticky neuskutočnilo.¹⁰ Ich splatnosť bola plánovaná do uskutočnenia najbližšieho štandardného tendra, čiže do siedmich dní. Systém aplikovateľného inštrumentária dotvárali emisie pokladničných poukážok NBS, použiteľné na dlhodobšie odčerpávanie likvidity z bankového sektora.

Touto nástrojovou štruktúrou, ale aj technickou a formálnou stránkou pri ich realizácii sa NBS zároveň priblížila k menovo-politickým nástrojom používaným Európskou centrálnou bankou (ECB). V ďalšom kroku NBS pristúpila k technickému zjednodušeniu pri realizácii jednodňových obchodov, keď nahradila sterilizačné REPO obchody s pokladničnými poukážkami depozitnými úložkami komerčných bánk v centrálnej banke. Poslednou dôležitou zmenou v rámci uplatňovania menových nástrojov bolo zavedenie limitnej sadzby pre štandardné dvojtýždňové tendre koncom mája hodnoteného roku. Banková rada NBS tento krok uskutočnila na základe signálov o adaptácii bankového sektora na nový systém riadenia, ako aj rast významu výsledkov štandardného dvojtýždňového tendra.

¹⁰ Okrem uvedených nástrojov si NBS ponechala možnosť vstúpiť na korunový trh aj vo forme tzv. rýchlych tendrov, ktoré by umožňovali operatívne reagovať na aktuálnu situáciu, keďže vyhlásenie, realizácia i jeho vysporiadanie sú uskutočniteľné v ten istý deň

Zavedenie možnosti individuálneho dorovnávania likvidnej pozície prostredníctvom jednodňových obchodov s NBS za vopred známe sadzby prijal bankový sektor pozitívne a prispelo k stabilizácii sadzieb na aktuálnych úrovniach. Prejavilo sa okamžite intenzívnym, denným využívaním tejto možnosti.

Táto skutočnosť sa v počiatočnom období negatívne odrazila na znížení podielu dovtedy určujúcich hromadných REPO obchodov – REPO tendrov. Proces počiatočnej adaptácie bankového sektora bol spojený so špekulatívnymi aktivitami na vývoj úrokových sadzieb zo strany bánk, disponujúcich prostriedkami určenými na reštrukturalizáciu bankového sektora. V nasledujúcom období, s prílevom ďalšej korunovej likvidity z devízových konverzií a so zistením výhodnosti umiestňovania prostriedkov do dlhších sterilizačných aktivít, banky opätovne začali preferovať štrnásťdňové tendrové obchody pred jednodňovými úložkami. Zároveň sa znížila dominantnosť jednodňových obchodov aj na samotnom peňažnom trhu a počas roka nastal postupný presun do dlhších dôb splatnosti i napriek skutočnosti, že najväčšiu časť obchodov na medzibankovom trhu naďalej tvorili krátkodobé úložky. Pohyb jednodňových úrokových sadzieb, ktorý v predchádzajúcich obdobiach z uvedených dôvodov hral významnú úlohu, stratil v priebehu roka túto dôležitosť tak pre bankový sektor, ako aj pre NBS.

S rastúcim objemom dvojtýždenných REPO tendrov sa zvyšoval význam výsledných sadzieb týchto aukcií spolu s ich dopadom na medzibankový trh. Vzhľadom na posunutie vysporiadania tendra na T+1, t.j. na stredu voči jeho samotnej realizácii v utorok, posunulo sa aj obchodovanie s prostriedkami, ktoré banky ukladajú do tendra na pondelkovú valutu (vzhľadom na spotovú realizáciu transakcií). Z tohto titulu sa typickými javmi medzibankového trhu stali výkyvy dvojtýždňových, resp. týždňových sadzieb na začiatku týždňa, s následnou korekciou v utorok po zverejnení výsledkov tendra. Odhliadnuc od jednodňových sadzieb, sa tak dvojtýždňové a týždňové sadzby peňažného trhu stali najcitlivejšími sadzbami reagujúcimi na operatívny výkon menovej politiky – objemový a úrokový výsledok REPO tendra. Bankový sektor sa zároveň snažil hľadať súvislosti v akceptovanej sadzbe tendra a ďalšieho očakávaného menového vývoja spojeného so zmenou sadzieb. V situácii trvalého prebytku likvidity a obmedzeného okruhu investičných možností, keď banky v snahe uspieť v samotnom tendri boli ochotné akceptovať stále nižšie sadzby, začal pokles dvojtýždňovej sadzby vyvolávať znižovanie

ostatných sadziieb peňažného trhu. Zavedením limitnej sadzby pre REPO tendre reagovala NBS na rastúcu úlohu dvojtýždňovej sadzby, ako aj na jej vývoj v nesúlade s vlastnými predstavami. Limitná sadzba reprezentovala v prípade sterilizačných REPO tendrov maximálnu akceptovateľnú sadzbu odčerpania likvidity zo strany NBS, ktorá bola nemenná až do ďalšej zmeny realizovanej na základe rozhodnutia Bankovej rady NBS. Takouto formou sa zmiernili fluktuácie dvojtýždňovej sadzby a NBS zároveň získala možnosť presnejšieho vyjadrenia svojich predstáv o zodpovedajúcej výške úrokových sadziieb, ako to umožňujú relatívne široko postavené sadzby koridoru. Zmena limitnej sadzby, vyjadrujúca predstavy centrálnej banky o ďalšom vývoji, reprezentovala zároveň nástroj nepriameho ovplyvnenia dlhodobých sadziieb peňažného trhu, rozhodujúcich pre investorov a makroekonomiku. Keďže samotná limitná sadzba predstavuje len maximálne akceptovateľný strop a nie fixnú sadzbu, ako je to v prípade refinančnej, resp. sterilizačnej facility, predchádzali jej prijatiu diskusie o vhodnosti takéhoto voľnejšieho vyjadrenia úrokových predstáv centrálnej banky.¹¹

Prijatý prístup realizovania REPO tendrov formou aukcie s limitnou sadzbou, zavedený NBS koncom mája 2000 (nasledujúci mesiac aj v ECB), vývojom odchýlky od limitnej sadzby zároveň poskytoval predstavy bankového sektora o očakávanom vývoji. Zavedenie tendra s limitnou sadzbou predstavovalo zásadný krok zo strany NBS smerom k aktívnemu ovplyvňovaniu cenotvorby medzibankového trhu.

Možno tak konštatovať, že zavedením limitnej REPO sadzby NBS ukončila etapu preferencie kvantitatívneho výkonu menovej politiky a vytvorila si predpoklady na nepriame ovplyvňovanie menového vývoja prostredníctvom zmeny svojich kľúčových sadziieb. Po etape pasívneho akceptovania úrokového diania na trhu ako nevyhnutnej súčasť zvolených preferencií a menového výkonu sa NBS zaradila medzi aktívnych cenotvorcov na trhu, keď sa prostredníctvom krátkodobých sadziieb snaží ovplyvniť celú úrokovú krivku v súlade s jej predstavami. Tento prístup ani ovplyvňovanie sadziieb medzibankového trhu nie je samoúčelné, je len prostriedkom na dosiahnutie základných zámerov NBS, aktuálne formulovaných v menovom programe.

¹¹ Aktuálne skúsenosti a následne kroky v rámci ECB zviditeľnili možné riziká spojené so zavedením REPO tendra s fixnou úrokovou sadzbou, keď banky v očakávaní krátenia svojich ponúk vstupovali do aukcie s nereálnymi objemovými ponukami

Transmisný mechanizmus, t.j. proces prenosu impulzov zmien krátkodobých sadziieb NBS do sadziieb poskytovaných úverov, bol v roku 2000 ešte len vo vývoji a negatívne ovplyvnený neukončenou privatizáciou rozhodujúcich finančných inštitúcií. Bezprostredné reakcie bankového sektora na zmenu kľúčových sadziieb NBS bolo možné zaznamenať na strane oceňovania pasív t.j. na zmene vkladových úrokov.

K bezprostredným pozitívnym reakciám peňažného trhu vo forme jeho stabilizácie a skompletizovania výnosovej krivky patrilo aj postupné opätovné oživovanie derivátnych produktov na jeho báze. Zo stability medzibankových sadziieb a možnosti operatívneho refinancovania svojej investičnej pozície profitoval aj štát v rámci ďalšieho poklesu sadziieb pri aukciách štátnych cenných papierov a tým zníženia nákladov spojených s obhospodávaním verejného dlhu. Z predchádzajúceho vyplýva, že etapu spojenú so zavádzaním nového menového inštrumentária možno hodnotiť pozitívne.¹²

Rok 2001

Národná banka Slovenska v roku 2001 pokračovala v riadení menovej politiky prostredníctvom úrokových sadziieb. Ťažisko obchodov na voľnom trhu naďalej spočívalo na pravidelných štrnásťdňových tendroch realizovaných s týždňovou periodicitou.

Stabilizáciu sadziieb peňažného trhu v rámci určitého pásma zabezpečovali marginálne sadzby pre jednodňové refinančné a sterilizačné operácie NBS. S pravidelnou jednomesačnou periodicitou naďalej pokračovala centrálna banka v emisiách vlastných pokladničných poukážok ako jednej z foriem znižovania prebytku likvidity v bankovom sektore. K využiteľným nástrojom patria aj tzv. rýchle tendre operatívne realizovateľné za účelom vyrovnaní krátkodobej likviditnej nerovnováhy v období medzi dvoma štandardnými tendrami ako aj možnosť realizácie priamych obchodov s jednotlivými bankami. V roku 2001 tieto nástroje neboli využívané¹³.

Rok 2002

¹² ANDRESIČ, P. Zhodnotenie výkonu menovej politiky NBS prostredníctvom obchodov a voľnom trhu v roku 2000, In *Biatic*, 2001, roč.9, č. 5, str. 2 -5

¹³ Správa o menovom vývoji SR v roku 2001

V priebehu roku 2002 Banková rada NBS na základe hodnotenia aktuálneho makroekonomického vývoja a očakávaní ohľadne vývoja v budúcom období trikrát prikočila k úprave kľúčových úrokových sadzieb. S platnosťou od 27. apríla 2002 rozhodla o ich zvýšení o 0,5 percentuálneho bodu, t.j. na 8,25 % pre limitnú úrokovú sadzbu NBS pre dvojtýždňový REPO tender, na 9,5 % pre jednodňovú refinančnú sadzbu a na 6,5 % pre jednodňovú sterilizačnú sadzbu¹⁴.

Rok 2003

V roku 2003 naďalej pretrvával sterilizačný charakter výkonu menovej politiky NBS. Obchodné banky využívali štandardné typy obchodov na voľnom trhu, ktorými pre potrebu sterilizácie likvidity boli jednodňové vklady, dvojtýždňové repo tendre a emisie trojmesačných pokladničných poukázok NBS. Na účely refinancovania bol k dispozícii jednodňový repo obchod. Napriek nezmeneným nástrojom menovej politiky došlo k optimalizácii možnosti iniciácie jednodňových operácií predĺžením času, keď mohli banky jednodňové obchody s NBS uzatvoriť.

Priemerný objem sterilizovaných prostriedkov v NBS na dennej báze dosiahol v roku 2003 sumu 162,7 mld. Sk (medziročný nárast o 77,4 %). Prevažná časť obchodov NBS na peňažnom trhu bola realizovaná formou sterilizačných repo tendrov, druhým aktívnym nástrojom boli emisie trojmesačných pokladničných poukázok NBS (PP NBS). Aj naďalej na doladovanie výkyvov v dennej likvidite banky používali jednodňové vklady a v menšej miere jednodňové refinančné repo obchody¹⁵.

¹⁴ Správa o menovom vývoji SR v roku 2002

¹⁵ Správa o menovom vývoji SR v roku 2003

Tabuľka č.1 :

Mesačné priemery obchodov NBS z pohľadu ich vplyvu na likviditu bankového sektora v roku 2003

Mesačné priemery obchodov NBS z pohľadu ich vplyvu na likviditu bankového sektora v roku 2003 (mil.Sk)												
	január	február	marec	apríl	máj	jún	júl	august	september	október	november	december
O/N repo	710	368	240	916	4 945	1 685	100	288	258	453	284	26
O/N vklad	-6 633	-3 724	-3 838	-779	-5 421	-5 208	-3 769	-1 496	-4 494	-2 232	-2 542	-8 419
PP NBS	-44 480	-47 746	-51 420	-52 420	-52 197	-57 698	-55 378	-56 007	-38 925	-44 500	-31 700	-38 258
SRT	-102 267	-106 516	-111 966	-115 382	-107 082	-101 312	-103 783	-112 184	-123 563	-119 146	-124 292	-114 584
Celkom	-152 670	-157 618	-166 984	-167 665	-159 755	-162 533	-162 830	-169 399	-166 724	-165 425	-158 250	-161 235

Zdroj :NBS

Rok 2004

Realizáciu menovej politiky prostredníctvom obchodov na voľnom trhu ponechala NBS v roku 2004 bez systémových zmien pri využívaní štandardných nástrojov. K zmenám došlo v rámci jednotlivých nástrojov, t. j. obchodov na voľnom trhu a spôsobe oceňovania cenných papierov, ktoré vstupujú do obchodov ako zábezpeka. Najdôležitejším nástrojom zostali aj naďalej dvojtýždňové repo tendre, ktoré NBS vypisovala s pravidelnou týždennou periodicitou.

Začiatkom roka bol nižší podiel tendrov na celkovom objeme sterilizovaných prostriedkov (56,2 % vo februári) ovplyvnený vyšším záujmom o PP NBS. K opätovnému nárastu podielu tendrov došlo v dôsledku rozhodnutia BR NBS z februára 2004 o znížení podielu PP NBS (25 % na celkovom objeme). Dopyt v tendroch výrazne vzrástol (s maximálne zaznamenaným podielom v auguste 82,8 %), pričom do konca roka neklesol pod 75 %. NBS väčšinou akceptovala celý dopyt v repo tendroch. V marci odmietla časť dopytu z dôvodu technického vyrovnania objemového rozdielu medzi živými tendrami, pričom dopyt v krátenom tendri presiahol dvojnásobne objem splatného repo tendra. K opätovnému neakceptovaniu celého dopytu pristúpila NBS v júni s cieľom ponechať prebytok medzibankovej likvidity za účelom ovplyvnenia vývoja na devízovom trhu¹⁶.

¹⁶ Správa o menovom vývoji SR v roku 2004

Tabuľka č. 2 :

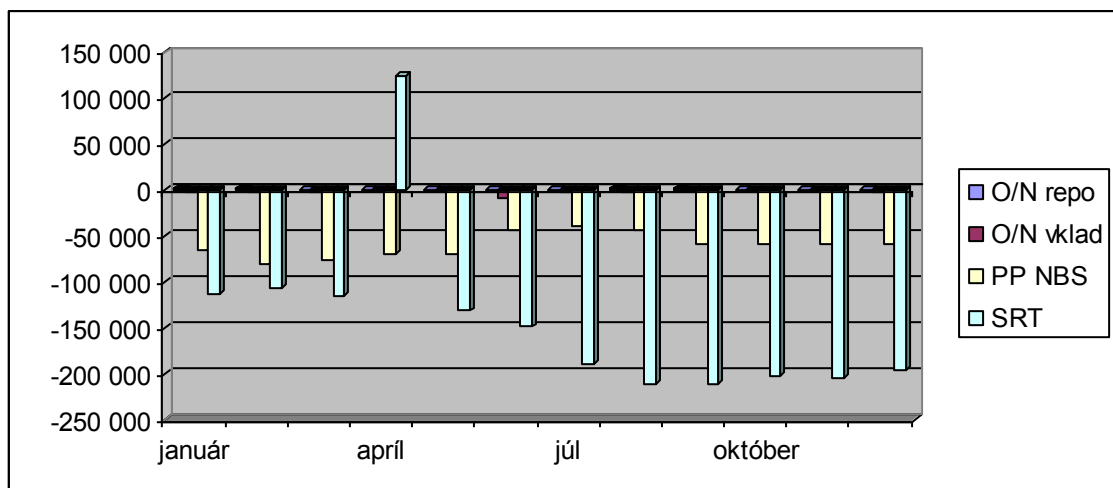
Mesačné priemery obchodov NBS z pohľadu ich vplyvu na likviditu bankového sektora v roku 2004

Mesačné priemery obchodov NBS z pohľadu ich vplyvu na likviditu bankového sektora v roku 2004 (mil.Sk)												
	január	február	marec	apríl	máj	jún	júl	august	september	október	november	december
O/N repo	1 371	1 090	236	8	0	439	50	888	737	73	525	0
O/N vklad	-2 779	-3 546	-3 645	-656	-1 471	-8 992	-2 916	-1 546	-415	-838	-508	-2 331
PP NBS	-66 837	-81 164	-77 160	-70 047	-70 000	-43 000	-40 000	-43 226	-60 000	-60 000	-60 000	-60 000
SRT	-113 061	-107 185	-115 526	125 040	-131 546	-149 067	-189 555	-211 815	-211 577	-202 905	-204 449	-195 815
Celkom	-181 306	-190 805	-196 095	54 345	-203 017	-200 620	-232 421	-255 699	-271 255	-263 670	-264 432	-258 146

Zdroj : NBS

Graf č. 1

Mesačné priemery obchodov NBS z pohľadu ich vplyvu na likviditu bankového sektora



Zdroj : Vlastné spracovanie podľa údajov NBS

Rok 2005

K výraznému pohybu úrokových sadzieb už na začiatku roka prispela NBS svojimi aktivitami z dôvodu opakovaných intervencií zameraných proti nadmernému posilňovaniu koruny. Za týmto účelom sa NBS rozhodla využiť aj nástroje menovej politiky, ktorými sú obchody na voľnom trhu. Opakovaným odmietaním ponúk v repo tendroch a nevyhlásením aukcie PP NBS dosiahla NBS výrazný prebytok dennej likvidity, ktorý bol

navýšený o prílev korunových prostriedkov z devízových intervencií. Na konci februára NBS s účinnosťou od 1. marca 2005 prijala rozhodnutie o znížení kľúčových sadzieb, a to o 1,5 percentuálneho bodu pre jednodňovú repo sadzbu, o 1,0 percentuálneho bodu klesla limitná úroková sadzba pre dvojtýždňový repo tender a o 0,5 percentuálneho bodu jednodňová sadzba pre vklad. Tým bolo dosiahnuté okrem zníženia sadzieb NBS aj zúženie rozpätia medzi jednodňovými sadzbami z pôvodných 3 percentuálnych bodov na 2 percentuálne body. Na tejto úrovni zotrvali úrokové sadzby NBS až do konca roka.

Z pohľadu štruktúry nástrojov NBS v oblasti peňažného trhu v roku 2005 nedošlo k zmenám. Aj naďalej ostali hlavným nástrojom dvojtýždňové repo tendre vyhlasované jedenkrát do týždňa. NBS naďalej vydávala emisie PP NBS a umožnila bankám iniciovať jednodňové repo obchody a jednodňové vklady. Jedinou zmenou bol presun rozhodovacích právomocí o repo tendri na BR NBS s termínom od 1. februára 2005.¹⁷

V rámci podielov jednotlivých foriem obchodov na voľnom trhu došlo počas roka k výrazným zmenám. Odmietnutie ponúk v repo tendroch a nevypísanie aukcie PP NBS na začiatku roka znížili podiel hlavného nástroja NBS, dvojtýždňového repo tendra, na 12,3%, čo bol najnižší podiel od jeho zavedenia v roku 2000. Obdobný pokles ako tendre zaznamenali aj PP NBS, ktorých podiel klesol v apríli na 6,9%. Po obnovení aukcií PP NBS najvyšší podiel 25,4% dosiahli v septembri. Na konci roka ich podiel klesol na 10,3% z dôvodu neakceptovania požiadaviek presahujúcich výnos 3%.¹⁸

¹⁷ Priemerný sterilizovaný objem prebytočnej likvidity na dennej báze v roku 2005 dosiahol hodnotu 399,2 mld. Sk (226,6 mld. Sk v roku 2004). Nárast prebytočnej likvidity nemal plynulý priebeh. K najväčšiemu prílevu likvidity došlo v prvom štvrtroku z dôvodu opakovaných intervencií NBS na devízovom trhu zameraných proti nadmernému posilňovaniu slovenskej koruny.

¹⁸ Banky v roku 2005 často využívali na riadenie vlastnej likvidity obidve strany jednodňových obchodov NBS. K najväčším zmenám ich podielu na celkovom objeme sterilizácie došlo vo februári, keď prebytočnú likviditu uvoľnenú z odmietnutých ponúk v repo tendroch a PP NBS banky ukladali vo forme jednodňových vkladov v NBS.

Tabuľka č.3 :

Mesačné priemery obchodov NBS z pohľadu ich vplyvu na likviditu bankového sektora v roku 2005

Mesačné priemery obchodov NBS z pohľadu ich vplyvu na likviditu bankového sektora v roku 2005 (mld.Sk)												
	január	február	marec	apríl	máj	jún	júl	august	september	október	november	december
DEPO	596	723	1 041	935	975	782	624	595	628	637	567	656
REPO	0	0	0	0	0	0	0	0	4	0	0	52
SWAP	567	572	939	662	805	965	799	910	848	918	876	982
FRA	21	34	19	9	2	4	11	9	15	45	28	14
IRS	8	6	5	8	12	7	3	9	6	18	12	3
Celkom	1 192	1 335	2 004	1 614	1 794	1 758	1 437	1 523	1 501	1 618	1 483	1 707

Zdroj : NBS

Rok 2006

Sadzby peňažného trhu vykazovali do augusta 2006 trvalý rast. Bol vyvolaný aktuálnym a očakávaným sprísňovaním menovej politiky. Zmena v očakávaniach a tým aj v trende vývoja úrokových sadziieb nastala až v posledných mesiacoch roka, najmä v dôsledku výrazného posilňovania kurzu slovenskej koruny. Táto skutočnosť sa najviac prejavila na úrokových sadzbách s najdlhšou splatnosťou. Po krátkom období stagnácie ich hodnoty začali klesať až pod úroveň limitnej sadzby pre štandardný repo tender NBS.

Bankový sektor v priebehu roka tak, ako v predchádzajúcich obdobiach, disponoval výrazným prebytkom likvidity. Vzhľadom na túto skutočnosť pokračoval výkon menovej politiky v nezmenenom sterilizačnom charaktere. NBS pokračovala vo využívaní stabilnej štruktúry obchodov založenej na štandardných dvojtýždenných REPO obchodoch, emisiách pokladničných poukážok a jednodňových automatických operáciách. Podiel jednotlivých foriem sa však vzhľadom na očakávaný rast úrokových sadziieb v porovnaní s predchádzajúcim rokom zmenil. Dopyt po pokladničných poukážkach NBS s trojmesačnou splatnosťou sa výrazne znížil a ich podiel v niektorých mesiacoch klesol pod jedno percento.

Celková sterilizačná pozícia dosahovala v prvej polovici roka relatívne stabilnú úroveň okolo 400 mld. Sk. V dôsledku uskutočnených devízových intervencií v prospech slovenskej koruny poklesla celková sterilizačná pozícia v druhej časti roka pod úroveň 300

mld. SK. Najväčším objemom na celkovej sterilizácii participovali štandardné dvojtýždenné REPO tendre.¹⁹ Počas roka bolo uskutočnených 52 tendrov a vo všetkých prípadoch BR NBS akceptovala celý požadovaný dopyt. Jednodňové refinančné resp. sterilizačné obchody tvorili len doplnkovú formu operatívneho dorovnávanía likvidity. Banky štandardne pristupovali k intenzívnejšiemu využívaniu tejto formy najmä ku koncu kalendárnych mesiacov z dôvodu doladenia svojich pozícií vzhľadom na stanovené povinné minimálne rezervy.

Tabuľka č.4 :

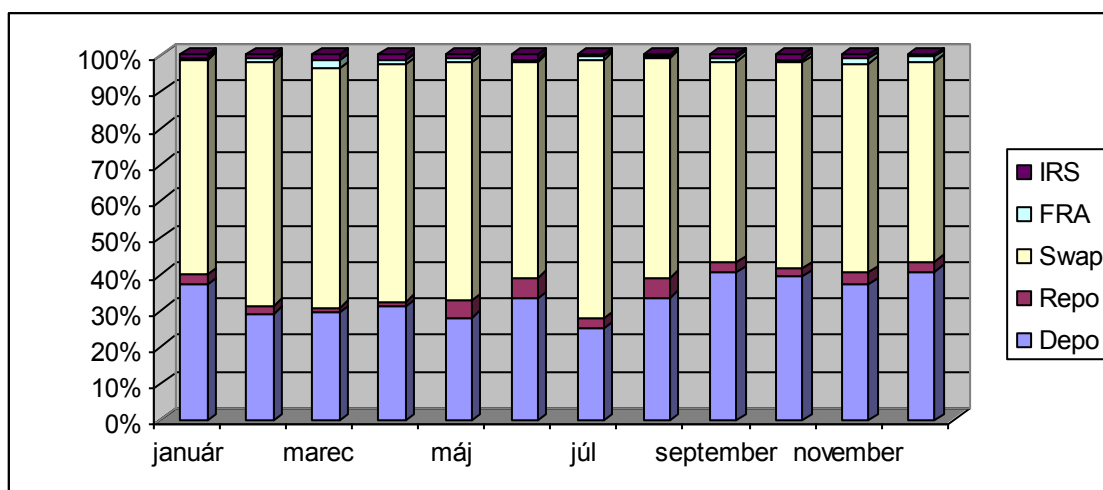
Mesačné priemery objemu nákupov a predajov na medzibankovom trhu v roku 2006

Mesačné priemery objemu nákupov a predajov na medzibankovom trhu v roku 2006 (v mld. SK)												
	január	február	marec	apríl	máj	jún	júl	august	september	október	november	december
Depo	745	546	773	632	673	841	583	783	758	788	573	611
Repo	56	42	41	30	114	141	59	123	50	47	48	42
Swap	1184	1258	1729	1321	1561	1492	1645	1406	1036	1127	881	824
FRA	12	16	55	20	25	11	14	7	19	20	21	19
IRS	14	16	40	30	22	31	12	8	13	23	16	7
Celkom	2011	1878	2638	2033	2395	2516	2313	2327	1876	2005	1539	1503

ZDROJ: NBS²⁰

Graf č. 2:

Podiel jednotlivých obchodov na celkovom objeme nákupov a predajov v roku 2006



Zdroj : Vlastné spracovanie podľa údajov NBS

¹⁹ Ich podiel miestami presahoval aj 99%.

²⁰ Správa o menovom vývoji v SR za rok 2006

Rok 2007

Počas prvých troch mesiacov NBS využívala proti nadmernému posilňovaniu domácej meny najmä menovo-politické operácie vo forme krátenia tendrov až po ich úplné odmietnutie. Takýto postup vytváral na peňažnom trhu výrazný prebytok likvidity, ktorý následne spôsobil pokles úrokových sadzieb. Úrokové sadzby sa takto postupne začali odchyľovať od kľúčovej úrokovej sadzby NBS až k úrovni sterilizačnej sadzby pre jednoduché obchody s NBS. Neuskutočňovanie aukcií pokladničných poukázok NBS prebytok voľných zdrojov na peňažnom trhu ešte zväčšilo. Poklesom úrokových sadzieb sa zároveň zúžil aj pozitívny úrokový diferenciál medzi sadzbami domáceho trhu a sadzbami v eurozóne. Táto skutočnosť znižovala atraktivitu domácej meny a tým čiastočne odrádzala zahraničných investorov od ďalšieho vstupu na slovenský finančný trh.

V porovnaní s predchádzajúcim obdobím došlo k poklesu podielu repo tendrov v prospech PP NBS, a tiež sa výraznejšie zvýšili objemy O/N sterilizačných obchodov, najmä v marci. Dôvodom bolo krátkodobé odmietanie dopytov v aukciách repo tendrov a PP NBS zo strany centrálnej banky. Prebytok likvidity, ktorú banky neumiestnili do tendrov, ukladali do jednoduchých depozitov v NBS. Zvýšený záujem o trojmesačný sterilizačný nástroj súvisel aj s očakávaným poklesom kľúčových sadzieb centrálnej banky Slovenska.

V rámci štruktúry produktov obchodovaných na medzibankovom peňažnom trhu nastal v porovnaní s predchádzajúcim rokom mierny pokles podielu swapových obchodov. Aj napriek tomu si však udržali najväčší podiel. Depozitné obchody tvorili naďalej druhú najväčšiu skupinu realizovaných transakcií, ktorých podiel v porovnaní s rokom 2006 sa taktiež mierne znížil. Pokles v zobchodovanom objeme zaznamenali aj deriváty vo forme FRA a IRS.. Repo obchody mali na celkových obchodoch minoritný podiel.

Tabuľka č.5:

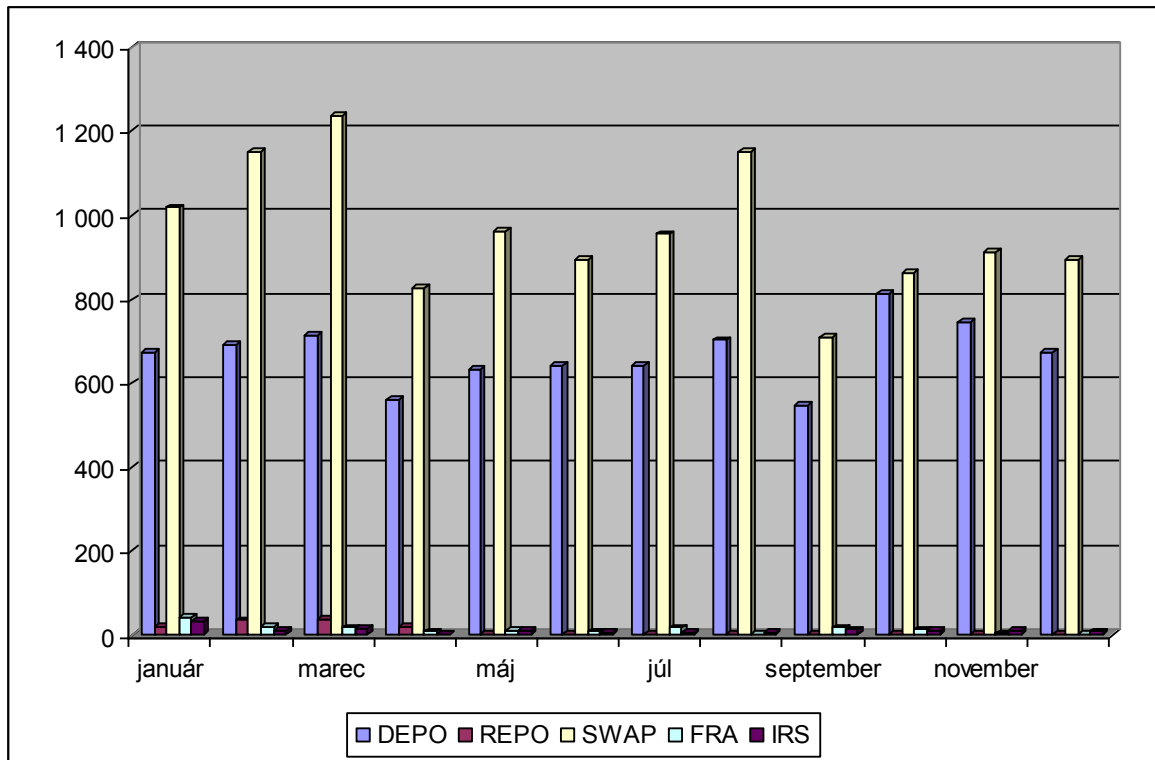
Mesačné priemery obchodov NBS z pohľadu ich vplyvu na likviditu bankového sektora v roku 2007

Mesačné priemery obchodov NBS z pohľadu ich vplyvu na likviditu bankového sektora v roku 2007 (mld.Sk)												
	január	február	marec	apríl	máj	jún	júl	august	september	október	november	december
DEPO	672	692	714	560	632	643	641	702	548	811	746	673
REPO	20	35	39	20	0	1	0	0	0	0	0	0
SWAP	1 017	1 149	1 236	826	962	895	955	1 152	708	862	911	893
FRA	42	20	17	8	12	8	17	0	17	13	4	3
IRS	34	9	14	2	12	6	5	6	13	12	11	8
Celkom	1 785	1 905	2 020	1 416	1 618	1 553	1 618	1 860	1 286	1 698	1 672	1 577

Zdroj:NBS²¹

Graf č. 3

Objem mesačných obchodov NBS



Zdroj : Vlastné spracovanie podľa údajov NBS

NBS pokračovala vo využívaní štandardných nástrojov na peňažnom trhu, ktorými boli jednodňové vklady a sterilizačné repo obchody, dvojtýždňové repo tendre a emisie trojmesačných pokladničných poukážok NBS. V priebehu polroka došlo k výraznému

²¹ Správa o menovom vývoji v SR za rok 2007

nárastu objemov sterilizovaných jednotlivými formami. Tento nárast súvisel s prílevom prostriedkov z uskutočnených devízových intervencií.²²

2.2 Repo obchody v roku 2008 a prechod na EURO

Rok 2008 bol pre NBS posledným rokom, v ktorom pokračovala v autonómnom výkone menovej politiky prostredníctvom nezmenených nástrojov. Základným parametrom menovej politiky v strednodobom časovom horizonte bolo stanovenie cieľovej hodnoty pre vývoj inflácie definované ako inflačné cielenie v podmienkach ERM II. Hlavný nástroj NBS vo vzťahu k tomuto strednodobému cieľu predstavovali kľúčové úrokové sadzby, menovite limitná úroková sadzba pre dvojtýždňové repo tendre a úrokové sadzby pre jednodňové refinančné a sterilizačné obchody.

Národná banka Slovenska uskutočňovala menovú politiku prostredníctvom základného rámca nástrojov, ktoré tvorili operácie s bankami a pobočkami zahraničných bánk. Konkrétne to boli obchody na voľnom trhu vrátane emisie krátkodobých cenných papierov a jednodňových operácií.²³

Bankový sektor disponoval výrazným prebytkom likvidity desiaty rok v poradí. Priemerná denná hodnota umiestnená bankami v sterilizačných operáciách v NBS v roku 2008 predstavovala 377,5 mld. Sk (12,5 mld. €), pričom v porovnaní s rokom 2007 stúpala o 17,2 mld. Sk (0,6 mld. €). V porovnaní so sterilizáciou 371,6 mld. Sk (12,3 mld. €) zo začiatku roka 2008 bol najvyšší sterilizovaný objem zaznamenaný v mesiaci november, a to v sume 386,7 mld. Sk (12,8 mld. €). Dôvodom navýšenia celkového objemu sterilizácie bolo najmä zníženie obeživa v súvislosti s plánovaným zavedením eura na Slovensku.

Majoritný podiel na operáciách na voľnom trhu naďalej tvorili štandardné sterilizačné repo tendre, ktoré sa vykonávali raz týždenne a ich dĺžka splatnosti bola dva týždne.

²² V rámci jednotlivých foriem obchodov na voľnom trhu si repo tendre zachovali prevahu a na konci 1. polroka 2007 sa pohyboval ich podiel na úrovni 86,3%, nasledovali PP NBS s 13,3%, jednodňové refinančné repo obchody s 0,3% a najnižší podiel dosiahli jednodňové vklady vo výške 0,02%.

²³ Výročná správa NBS rok 2009, kapitola 3, Operácie NBS na menové účely, devízové operácie a investičné aktivity pri správe devízových rezerv

Prostredníctvom tohto nástroja sa absorbovalo v priemere 81 % voľnej likvidity, pričom jeho najvyšší podiel bol zaznamenaný v auguste (88 %) a najnižší v marci (74 %). Počas roka sa uskutočnilo 54 sterilizačných repo tendrov a NBS vo všetkých prípadoch akceptovala celý dopyt. Dosiahnutá priemerná úroková sadzba sa vo všetkých prípadoch rovnala aktuálnej limitnej úrokovej sadzbe NBS pre dvojtýždňové repo tendre, keďže bankový sektor neočakával žiadne zmeny v nastavení menovej politiky. Až do októbra 2008 Banková rada NBS ponechala kľúčovú úrokovú sadzbu na dvojtýždňové repo tendre na nezmenenej úrovni 4,25 %. Na októbrovom zasadnutí rozhodla o znížení o 0,5 percentuálneho bodu, pokračovala v novembri znížením o 0,5 percentuálneho bodu a v decembri znížením o 0,75 percentuálneho bodu. Týmto postupným uvoľňovaním menovej politiky sa dosiahlo zosúladenie kľúčovej sadzby NBS pre dvojtýždňové sterilizačné tendre na úroveň kľúčovej sadzby ECB pre jednotýždňové refinančné tendre.

Aj v priebehu roka 2008 využívala NBS doplnkový menový nástroj, ktorým boli pravidelné aukcie pokladničných poukážok NBS (PP NBS). Celkovo sa uskutočnilo 13 aukcií. Prvých 10 aukcií malo štandardnú 84-dňovú splatnosť a splatnosť posledných 3 aukcií prispôsobila NBS potrebám trhu z dôvodu prechodu na euro. Splatnosť poslednej aukcie PP NBS bola v druhej polovici januára 2009. Podiel prostriedkov absorbovaných prostredníctvom tohto trojmesačného nástroja dosahoval počas roka v priemere 17 %. Záujem o PP NBS však postupne klesal s rastom preferencie krátkodobejšej formy sterilizácie zo strany bánk s blížiacim sa koncom roka. V prvej polovici roka 2008 tvoril ich podiel na sterilizačnej pozícii okolo 20 %, pričom koncom roka už NBS absorbovala prostredníctvom tohto nástroja len 11 %, keďže banky si presúvali prostriedky z PP NBS do dvojtýždňových repo tendrov a jednodňových vkladov.

Na dorovnanie svojej aktuálnej likviditnej pozície využívali banky automatické jednodňové operácie, ktoré sa uskutočňovali vo forme úložiek v NBS pri prebytku peňažných prostriedkov, resp. v podobe repo obchodov v prípade ich nedostatku. Obidve formy sa uskutočňovali štandardne s jednodňovou splatnosťou. K intenzívnejšiemu využívaniu týchto operácií dochádzalo predovšetkým ku koncu mesiaca, osobitne v posledný deň. Vzhľadom na skutočnosť, že sa bankový sektor systémovo nachádzal v prebytku likvidity a výkon menovej politiky mal sterilizačný charakter, tento prevládal aj pri automatických operáciách, hoci banky využili aj čerpanie jednodňového úveru. Počas roka sa jednodňové vklady na sterilizačnej pozícii podieľali približne 1 %. V decembri

stúpol ich podiel na 11 % odrážajúc záujem bánk o operácie s čo najkratšou splatnosťou v súvislosti s blížiacim sa zavedením eura. Na zabezpečenie plynulosti platobného styku banky využívali čerpanie vnútrodenného úveru, ktorý však nemal žiadne menové efekty.

Tabuľka č.6:

Mesačné priemery objemu nákupov a predajov na medzibankovom trhu v roku 2008

Mesačné priemery objemu nákupov a predajov na medzibankovom trhu v roku 2008 (v mld. EUR)												
	január	február	marec	apríl	máj	jún	júl	august	september	október	november	december
Depo	51	46	43	47	47	47	56	41	44	50	37	45
Repo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Swap	70	72	74	75	67	73	72	50	57	46	43	49
FRA	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0
IRS	2	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0
Celkom	124	119	118	124	116	122	128	91	101	96	80	94

Zdroj : NBS

Do konca roku 2008 bola NBS autonómnou menovou autoritou na území Slovenska a ako taká aj zabezpečovala výkon menovej politiky²⁴. Slovenský bankový sektor mal pred začlenením do eurozóny výrazný prebytok likvidity. V tejto situácii boli menové operácie NBS zamerané na aktívne odčerpávanie prebytočnej likvidity z finančného trhu. Sterilizovanie prostriedkov sa principiálne zabezpečovalo dvoma spôsobmi. Ťažiskovou formou bola realizácia štandardného repo tendra na týždennej baze so 14-dňovou dĺžkou splatnosti. Doplnkovou možnosťou sterilizovania nadbytočných korunových prostriedkov z bankového sektora boli aukcie pokladničných poukážok NBS, ktoré sa konali spravidla raz mesačne.

Najdôležitejšou zmenou, od ktorej sa odvíja aj praktická stránka realizácie menovej politiky je skutočnosť, že tak ako sa Slovensko stalo súčasťou eurozóny, NBS stala sa organizačnou súčasťou väčšieho celku – Eurosystemu reprezentovaného ECB a národnými centrálnymi bankami tých krajín, ktorých menou je euro. Vzhľadom na skutočnosť, že jednotná mena vyžaduje jednotnú menovú politiku, presunul sa aj rozhodovací proces na pôdu ECB. NBS tým stratila dovtedajšiu menovú autonómiu. Na samotnom rozhodovacom

²⁴ Pod výkonom treba chápať prijímanie menovopolitických rozhodnutí, najmä nastavovanie úrokových sadzieb, ako aj uskutočňovanie všetkých praktických postupov vrátane realizácie obchodov zabezpečujúcich presadzovanie prijatých rozhodnutí v praxi.

processe v rámci eurozóny sa NBS podieľa naďalej prostredníctvom guvernéra NBS, ktorý je členom Rady guvernérov ECB, kde má možnosť predkladať návrhy a hlasovaním ovplyvňovať smerovanie menovej politiky celej eurozóny. Hlas guvernéra NBS má pri hlasovacom procese rovnakú váhu ako hlas guvernéra z inej národnej centrálnej banky. Zjednodušene možno v tejto súvislosti konštatovať, že rozhodovací proces sa presunul z Bratislavy do Frankfurtu nad Mohanom a Bankovú radu NBS nahradila v tomto procese Rada guvernérov ECB. Aktívna účasť na rozhodovacom procese ECB si vyžaduje znalosť vývoja nielen na území Slovenska, ale aj podrobný prehľad vývoja eurozóny ako celku. Navyše je potrebné sledovať aj vonkajšie ekonomické prostredie, ktoré ovplyvňuje situáciu a vývoj v eurozóne. Zasadanie Rady guvernérov ECB sa koná každé dva týždne, avšak rozhodovanie o sadzbách je za štandardných okolností na programe len raz za periódu plnenia povinných minimálnych rezerv. Zasadanie, ktoré má na programe nastavenie úrokových sadzieb na najbližšie obdobie, t. j. na nasledujúcu periódu, sa uskutočňuje v týždni, ktorý predchádza koncu periódy.

Pri vstupe Slovenska do eurozóny bol výkon menovej politiky v eurozóne založený na dodávaní likvidity do bankového sektora. Na zabezpečovaní všetkých operácií sa NBS ako súčasť Eurosystemu podieľa. Celkový počet operácií na voľnom trhu sa tak oproti aktivitám v podmienkach NBS spred roka 2009 citeľne zvýšil. Zábezpeky, ktoré NBS akceptuje pri menových operáciách a prípadne pri vnútrodennom úvere už nie sú obmedzene na domáce štátne cenné papiere.

Od 1. januára 2009 odvodzovali banky na Slovensku svoje úrokové miery od úrokových mier, ktoré vyhlasovala Európska centrálna banka. Za základnú úrokovú sadzbu sa považuje sadzba **hlavné refinančné operácie**.

Tabuľka č.7:

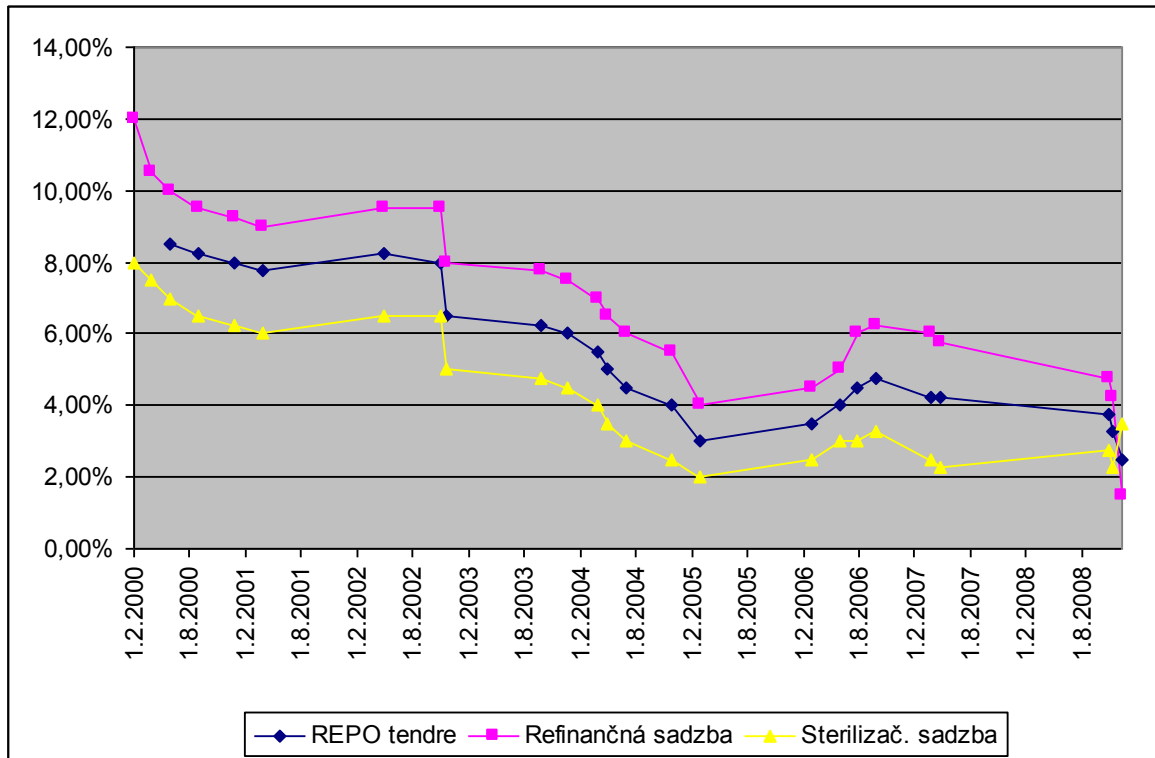
Vývoj úrokových sadzieb Národnej banky Slovenska :

Platné od	Limitná úroková sadzba pre dvojtýždňové REPO tendre	Úroková sadzba pre jednodňové REPO obchody	
		Refinančná sadzba	Sterilizač. sadzba
10.12.2008	2,50%	1,50%	3,50%
12.11.2008	3,25%	4,25%	2,25%
29.10.2008	3,75%	4,75%	2,75%
25.4.2007	4,25%	5,75%	2,25%
28.3.2007	4,25%	6,00%	2,50%
27.9.2006	4,75%	6,25%	3,25%
26.7.2006	4,50%	6,00%	3,00%
31.5.2006	4,00%	5,00%	3,00%
1.3.2006	3,50%	4,50%	2,50%
1.3.2005	3,00%	4,00%	2,00%
29.11.2004	4,00%	5,50%	2,50%
1.7.2004	4,50%	6,00%	3,00%
29.4.2004	5,00%	6,50%	3,50%
29.3.2004	5,50%	7,00%	4,00%
22.12.2003	6,00%	7,50%	4,50%
26.9.2003	6,25%	7,75%	4,75%
18.11.2002	6,50%	8,00%	5,00%
30.10.2002	8,00%	9,50%	6,50%
27.4.2002	8,25%	9,50%	6,50%
26.3.2001	7,75%	9,00%	6,00%
27.12.2000	8,00%	9,25%	6,25%
31.8.2000	8,25%	9,50%	6,50%
29.5.2000	8,50%	10,00%	7,00%
27.3.2000	-	10,50%	7,50%
1.2.2000	-	12,00%	8,00%

Zdroj :Vlastné spracovanie podľa údajov NBS

Graf č. 4:

Vývoj hlavných úrokových sadziieb NBS od roku 2000



Zdroj : Vlastné spracovanie podľa údajov NBS

Do 31. decembra 2008 vyhlasovala Národná banka Slovenska úrokové sadzby, podľa ktorých boli ďalej odvodzované úrokové sadzby komerčných bánk Slovenska. Týmto krokom regulovala centrálna banka množstvo peňazí v obehú ekonomiky. Od 1. januára 2009 v súvislosti so zavedením eura v Slovenskej republike prešla táto úloha národnej banky na Európsku centrálnu banku.

3 Analýza výkonu menovej politiky v SR po vstupe do Eurosystému

3.1 Eurosystém

Znenie právnych predpisov, ktorými sa zakladá Európsky systém centrálnych bánk (ESCB), t. j. Zmluva o založení Európskeho spoločenstva (Zmluva o založení ES) a Štatút ESCB, bolo vypracované za predpokladu, že euro prijmú všetky členské štáty Európskej únie (EÚ) a že ESCB bude plniť všetky úlohy, ktoré s jednotnou menou súvisia. Až dovedy, kým euro nezavedú všetky krajiny EÚ, však hlavným aktérom bude „Eurosystém“. Termín „Eurosystém“ sa používa na lepšie pochopenie štruktúry centrálného bankovníctva v eurozóne.

Eurosystém ako systém centrálnych bánk eurozóny pozostáva z:

- Európskej centrálnej banky (ECB) a
- národných centrálnych bánk (NCB) 16 členských štátov EÚ, ktorých spoločnou menou je euro.

Eurosystém je teda podmnožinou ESCB. Vzhľadom na to, že rozhodnutia ECB, napr. menovopolitické, sa vzťahujú len na krajiny eurozóny, funkcie centrálnej banky eurozóny v skutočnosti plní Eurosystém. Na plnení spoločných cieľov Eurosystému sa teda ECB podieľa spolu s národnými centrálnymi bankami.²⁵

Prečo systém, a nie jedna centrálna banka?

Systém centrálnych bánk sa v Európe používa z troch dôvodov:

- koncepcia Eurosystému vychádza z existujúcich kompetencií národných centrálnych bánk, ich inštitucionálnej podoby, infraštruktúry, odborných znalostí a vynikajúcich

²⁵ www.ecb.int/ecb/educational/facts/orga

prevádzkových kapacít. Okrem toho viaceré centrálné banky popri úlohách Eurosystemu plnia aj iné úlohy.

- vzhľadom na veľkosť územia eurozóny a dlhodobé vzťahy medzi bankovými komunitami v jednotlivých krajinách a ich národnými centrálnymi bankami sa považovalo za vhodné poskytnúť úverovým inštitúciám prístup k centrálnemu bankovému systému v každom zúčastnenom členskom štáte.

- vzhľadom na rozmanitosť národov, jazykov a kultúr v eurozóne boli národné centrálné banky lepším styčným bodom Eurosystemu ako jedna nadnárodná centrálna banka.

Rámec menovej politiky Eurosystemu je formulovaný tak, aby sa zabezpečila účasť širokého okruhu zmluvných strán. Zmluvná strana môže využiť automatické operácie Eurosystemu a operácie na voľnom trhu, založené na štandardných tendroch, iba prostredníctvom NCB štátu, v ktorom má sídlo. Pre uskutočnenie ostatných operácií na voľnom trhu si môže NCB vybrať spomedzi všeobecne akceptovateľných zmluvných strán užší okruh protistrán.²⁶

V súčasnosti platné úrokové miery boli vyhlásené 7. mája 2009 s platnosťou od 13. mája 2009 a sú nasledovné:

- jednodňové refinančné operácie 1,75 %
- hlavné refinančné operácie 1,00 %
- jednodňové sterilizačné operácie 0,25%

²⁶ www.nbs.sk/sk/menova-politika

Tabuľka č.8 :

Vývoj úrokových sadzieb ECB (v %)

Platné od	Jednodňové refinančné operácie	Hlavné refinančné operácie	Jednodňové sterilizačné operácie
13.5.2009	1,75%	1,00%	0,25%
8.4.2009	2,25%	1,25%	0,25%
11.3.2009	2,50%	1,50%	0,50%
21.1.2009	3,00%	2,00%	1,00%
1.1.2009	3,00%	2,50%	2,00%
12.11.2008	2,75%	3,25%	3,75%
15.10.2008	3,25%	3,75%	4,25%
9.10.2008	3,25%	4,25%	4,25%
8.10.2008	2,75%	4,25%	4,75%
9.7.2008	3,25%	4,25%	5,25%
13.6.2007	3,00%	4,00%	5,00%

Zdroj : ECB

Úrokové sadzby vyhlasované Európskou centrálnou bankou:²⁷

Hlavné refinančné operácie:

Najzákladnejšia sadzba Európskej centrálnej banky (ECB) a patrí medzi najdôležitejšie obchody, ktoré uskutočňuje Eurosystem. Sú používané na zásobovanie bankového systému dostatočným množstvom likvidity. Okrem toho ECB nimi signalizuje základný smer, ktorým sa uberá menová politika. Uskutočňujú sa týždenne a pritom majú dvojtýždňovú splatnosť.

Jednodňové refinančné operácie:

Predstavujú pre zmluvné strany možnosť získať jednodňovú likviditu (cez noc) od Eurosystemu. Likvidita je poskytnutá proti založeniu akceptovateľných aktív. Tento nástroj je určený na dočasné uspokojenie potrieb likvidity zmluvných strán. Táto sadzba predstavuje hornú hranicu jednodňovej trhovej úrokovej sadzby.

Jednodňové sterilizačné operácie:

Používajú ju zmluvné strany na uloženie svojej nadbytočnej likvidity na jeden deň (cez noc) v Eurosysteme. Táto sadzba predstavuje dolnú hranicu jednodňovej trhovej úrokovej sadzby.

²⁷ www.finance.sk/bankovnictvo/informacie/urokove-sadzby-cb/sadzby-nbs/

3.2 Právna úprava

Princípy a podmienky, podľa ktorých Národná banka Slovenska vykonáva v mene Eurosystemu operácie menovej politiky so zmluvnými stranami NBS a Eurosystemu upravuje Rozhodnutie Národnej banky Slovenska zo 16. decembra 2008, o vykonávaní operácií menovej politiky po vstupe Slovenskej republiky do eurozóny. Uvedené rozhodnutie je pre každú zmluvnú stranu NBS záväzné a je prílohou všetkých rámcových zmlúv uzatvorených v mene Eurosystemu medzi NBS a akceptovateľnými zmluvnými stranami NBS a Eurosystemu.

3.3 Nástroje menovej politiky NBS

3.3.1 Operácie na voľnom trhu

Podľa účelu, pravidelnosti a použitých postupov sa operácie Eurosystemu na voľnom trhu, môžu rozdeliť do týchto skupín:

- a) hlavné refinančné operácie (Main refinancing operations – MRO),
- b) dlhodobšie refinančné operácie (Longer-term refinancing operations – LTRO),
- c) dolad'ovacie operácie (Fine-tuning operations – FTO),
- d) štrukturálne operácie (Structural operations - SO).

Hlavné refinančné operácie

Hlavné refinančné operácie sú najdôležitejšími operáciami na voľnom trhu vykonávané v Eurosysteme, ktoré zohrávajú kľúčovú úlohu v dosahovaní cieľov riadenia úrokových sadzieb, likviditnej situácie na trhu a signalizovania zámerov menovej politiky. Vykonávajú sa prostredníctvom reverzných operácií.

Charakteristické znaky hlavných refinančných operácií:

- a) refinančný charakter,
- b) týždenná periodicita,

- c) splatnosť spravidla jeden týždeň,
- d) decentralizovaný spôsob realizácie prostredníctvom NCB, v prípade SR prostredníctvom NBS,
- e) realizácia formou štandardných tendrov,
- f) možnosť predkladania ponúk všetkými zmluvnými stranami,
- g) poskytovanie refinančných zdrojov voči zábezpeke

Dlhodobejšie refinančné operácie

Dlhodobejšie refinančné operácie sú doplnkovými operáciami na voľnom trhu vykonávané v Eurosysteme, ktorých cieľom je dodatočné a dlhodobejšie refinancovanie finančného sektora. Zámerom Eurosystemu spravidla nie je prostredníctvom týchto operácií vysielat' signály trhu, pretože zvyčajne koná ako prijímateľ úrokových výnosov z dohodnutých úrokových sadzieb. Vykonávajú sa prostredníctvom reverzných operácií.

Charakteristické znaky dlhodobejších refinančných operácií sú:

- a) refinančný charakter,
- b) spravidla mesačná periodicita,
- c) splatnosť spravidla tri mesiace,
- d) decentralizovaný spôsob realizácie prostredníctvom NCB, v prípade SR prostredníctvom NBS,
- e) realizácia formou štandardných tendrov,
- f) možnosť predkladania ponúk všetkými zmluvnými stranami,
- g) poskytovanie refinančných zdrojov pri zábezpeke podľa piatej časti

Dolaďovacie operácie

Dolaďovacie operácie sa zameriavajú na riadenie likvidity na trhu a na usmernenie úrokových sadzieb, najmä s cieľom vyrovnať účinky nečakaných výkyvov likvidity na úrokové sadzby.

Dolaďovacie operácie môžu byť vykonávané prostredníctvom

- a) dolaďovacích reverzných operácií,
- b) dolaďovacích devízových swapov alebo
- c) dolaďovacích termínovaných vkladov

Štrukturálne operácie

Štrukturálne operácie sú vykonávané za účelom zmeny štrukturálnej pozície Eurosystemu voči finančnému sektoru.

Štrukturálne operácie môžu byť vykonávané prostredníctvom

- a) štrukturálnych reverzných operácií,
- b) štrukturálnych priamych operácií,
- c) emisie dlhových certifikátov ECB

Všetky menovo-politické operácie v mene Európskej centrálnej banky na území Slovenskej republiky vykonáva Národná banka Slovenska. NBS vykonáva tieto operácie so všetkými zmluvnými stranami mimo operácií realizovaných formou rýchlych tendrov a bilaterálnych transakcií. Pre uskutočnenie dolaďovacích operácií formou rýchlych tendrov a bilaterálnych transakcií NBS ustanovuje zo skupiny všetkých zmluvných strán vybranú skupinu zmluvných strán na vykonávanie rýchlych tendrov a bilaterálnych transakcií. Hlavným kritériom pri výbere jednotlivých zmluvných strán tejto vybranej skupiny je ich aktivita na peňažnom trhu.²⁸ Ďalším kritériom pre výber môže byť aktivita zmluvných strán na menovo-politických operáciách a schopnosť redistribúcie realizovaných objemov menovo-politických operácií medzi ostatných účastníkov peňažného trhu.

Na základe vyhodnotených kritérií NBS ustanovuje vybranú skupinu zmluvných strán, ktorá je do konca prvého štvrtého roka aktuálneho roka oznamovaná ECB.

V rámci menovo-politických operácií NBS vykonáva päť typov obchodov:

- reverzné obchody,
- priame obchody,

²⁸ Za týmto účelom je NBS oprávnená vyžadovať od všetkých zmluvných strán štatistické a iné údaje o ich obchodných aktivitách na peňažnom trhu.

- devízové swapy,
- prijímanie termínovaných vkladov,
- emisiu dlhových certifikátov.

3.3.2 Automatické operácie

Automatické jednodňové operácie vykonávané v rámci Eurosystemu a zabezpečované prostredníctvom NCB sú:

- a) jednodňové refinančné operácie (marginal lending facility - MLF),
- b) jednodňové sterilizačné operácie (deposit facility – DF).

Jednodňové refinančné operácie

Jednodňové refinančné operácie sa môžu realizovať dvoma spôsobmi, a to automaticky (konverzia nesplateného vnútrodnenného úveru na jednodňovú refinančnú operáciu) alebo na požiadanie. Pod automatickým realizovaním sa rozumie konverzia nesplateného vnútrodnenného úveru, pričom debetný zostatok zmluvnej strany na jej RTGS (Real-Time Gross Settlement) účte v Platobnom module systému TARGET2-SK po ukončení vyrovnania medzibankových platieb sa považuje za automatickú žiadosť o poskytnutie operácie.

Pod jednodňovou refinančnou operáciou realizovanou na požiadanie sa rozumie kontaktovanie NBS zmluvnou stranou jej dostupným spôsobom najneskôr do 10 minút po začiatku záverečných postupov denného spracovania v systéme TARGET2-SK, resp. najneskôr do 25 minút v posledný deň periódy plnenia povinných minimálnych rezerv tak, aby bola refinančná požiadavka spracovaná do 15 minút, resp. 30 minút po začiatku záverečných postupov denného spracovania v systéme TARGET2-SK. Pri jednodňovej refinančnej operácii na požiadanie zmluvná strana špecifikuje objem prostriedkov na uskutočnenie refinančnej operácie. NBS a zmluvná strana si o dohodnutej operácii vzájomne zasielajú potvrdenie (konfirmáciu).²⁹

²⁹ prípadné nezaslanie konfirmácie nemá za následok zrušenie obchodu.

Jednodňové sterilizačné operácie

Jednodňové sterilizačné operácie zmluvná strana realizuje na základe Rámcovej zmluvy o termínovaných vkladoch. Realizácia vkladov prebieha formou uloženia prostriedkov zmluvnej strany na stanovený účet, pričom v priebehu dňa môže zmluvná strana sumu vkladu zvyšovať alebo aj znižovať. Posledná realizácia vkladov je možná najneskôr 15 minút po začiatku záverečných postupov denného spracovania v systéme TARGET2-SK, resp. najneskôr 30 minút v posledný deň periódy plnenia povinných minimálnych rezerv. Konečný zostatok na tomto účte bude automaticky považovaný za žiadosť o realizáciu jednodňového termínovaného vkladu.

3.3.3 Povinné minimálne rezervy

Eurosystem vyžaduje, aby úverové inštitúcie so sídlom v eurozóne držali povinné minimálne rezervy na účtoch v národných centrálnych bankách. System povinných minimálnych rezerv v rámci Eurosystemu prispieva k stabilizácii úrokových sadzieb peňažného trhu a k ovplyvňovaniu štrukturálnej likvidity. Základňa na výpočet povinných minimálnych rezerv úverovej inštitúcie je odvodená od položiek jej bilancie. V záujme stabilizácie úrokových sadzieb system povinných minimálnych rezerv Eurosystemu umožňuje spriemerovanie, to znamená, plnenie povinných minimálnych rezerv je dané priemernou hodnotou denných zostatkov na účte povinných minimálnych rezerv počas periódy pre dodržanie. Povinné minimálne rezervy sú úročené priemernou sadzbou pre hlavné refinančné operácie Eurosystemu počas periódy pre dodržanie povinných minimálnych rezerv. Nadbytočné rezervy sa neúročia.

3.4 Akceptovateľné aktíva

Akceptovateľné aktíva sú základné (podkladové) aktíva, ktoré sú použité v priamych operáciách alebo ako zábezpeka v operáciách menovej politiky a splňajú vopred určené a v Eurosysteme harmonizované kritériá akceptovateľnosti. NBS je oprávnená vykonávať len zabezpečené úverové operácie menovej politiky Eurosystemu pričom predmetom zábezpeky sú akceptovateľné aktíva.

Ak sú akceptovateľné aktíva určené pre operácie typu priame operácie alebo sú určené ako zábezpeka riadená párovaním (earmarking) pre jednotlivé reverzné repo operácie, ktoré dodávajú likviditu zmluvnej strane, zmluvná strana doručí akceptovateľné aktíva do NBS formou zabezpečovacieho prevodu práva v prospech NBS. Ak sú akceptovateľné aktíva určené ako zábezpeka riadená združovaním zábezpek (pooling) pre všetky operácie typu zabezpečený úver, ktoré dodávajú likviditu zmluvnej strane, zmluvná strana doručí aktíva do NBS formou zabezpečovacieho prevodu práva v prospech NBS alebo formou uplatnenia záložného práva v prospech NBS.

Zoznam akceptovateľných aktív³⁰ uverejňuje ECB na internetovej stránke³¹ denne, vrátane zoznamov podľa jednotlivých členských štátov. V zoznamoch nie sú zahrnuté aktíva obchodované na regulovanom trhu (ďalej len „RT“) emitované spoločnosťami, ktoré sú v ESA95³² definované ako nefinančné spoločnosti a hodnotenie ich kreditného rizika bolo vykonané iným spôsobom ako externými ratingovými inštitúciami. Tieto aktíva sú evidované na úrovni NCB. ECB ani NCB neuvěřujú zoznam aktív neobchodovaných na RT ani zoznam dlžníkov prípadne ručiteľov k týmto aktívam.

NBS je oprávnená v mene Eurosystemu poskytnúť zmluvným stranám informácie o akceptovateľnosti aktív výlučne po ich zverejnení vykonanom ECB a o akceptovateľnosti neobchodovaných aktív výlučne po ich prijatí ako zábezpeky v operáciách vykonaných v mene Eurosystemu.

Kritériá akceptovateľnosti aktív³³

NBS prijíma ako zábezpeku v úverových operáciách akceptovateľné aktíva, ktoré spĺňajú kritériá akceptovateľnosti. Aktíva vydané ECB a vydané NCB pred dňom prijatia eura v príslušnom členskom štáte sú pre NBS akceptovateľné v celom rozsahu.

Pre aktíva vydané inými finančnými inštitúciami alebo nefinančnými inštitúciami alebo inštitúciami verejného sektora sa uplatňujú jednotlivé kritériá akceptovateľnosti podľa:

³⁰ Tento zoznam je aktualizovaný a publikovaný deň vopred do 18.00 CET

³¹ Zoznam akceptovateľných aktív obchodovaných na RT (https://mfí-assets.ecb.int/dla_EA.htm).

³² Európsky systém účtov (ESA 1995) inštitúcií verejného sektora.

³³ § 13 Rozhodnutie Národnej banky Slovenska zo 16. decembra 2008, o vykonávaní operácií menovej politiky po vstupe Slovenskej republiky do eurozóny

- a) typu aktíva,
- b) hodnotenia kreditného rizika,
- c) miesta emisie a emisných podmienok,
- d) majetkového vyrovnania,
- e) finančných trhov, na ktorých sú obchodované,
- f) typu a sídla emitenta a ručiteľa,
- g) denominácie.

Aktíva sú akceptovateľné ak ich charakteristiky sú zachované až do termínu splatnosti takto:

- a) istina má pevne stanovenú hodnotu bez akýchkoľvek podmienok
- b) kupón nevytvára záporný tok hotovosti pričom tento môže byť
 1. nulový kupón,
 2. kupón s pevnou úrokovou sadzbou,
 3. kupón s pohyblivou úrokovou sadzbou viazaný na referenčnú úrokovú sadzbu, prípadne na zmenu v kreditnom hodnotení emitenta alebo na zmenu inflácie.

Kritériá akceptovateľnosti neobchodovaných aktív

Na posúdenie akceptovateľnosti úverových pohľadávok zmluvných strán, kde dlžníkom alebo ručiteľom sú nefinančné inštitúcie alebo inštitúcie verejného sektora sa uplatňujú kritériá podľa:

- a) typu aktíva a podmienok úverovej zmluvy,
- b) typu a sídla dlžníka a ručiteľa,
- c) hodnotenia kreditného rizika,
- d) denominácie a minimálnej hodnoty aktíva,
- e) procedúr na použitie aktíva,
- f) právneho poriadku, ktorým sa riadia zmluvné strany úverovej pohľadávky.³⁴

³⁴ § 14 Rozhodnutie Národnej banky Slovenska zo 16. decembra 2008, o vykonávaní operácií menovej politiky po vstupe Slovenskej republiky do eurozóny

3.5 Kreditné riziko

Kreditné riziko sa riadi podľa pravidiel Eurosystemu na hodnotenie kreditného rizika (ECAF)³⁵. Pravidlá Eurosystemu na hodnotenie kreditného rizika (ECAF) upravujú harmonizované pravidlá a postupy na zabezpečenie vysokého štandardu pri hodnotení kreditného rizika všetkých akceptovateľných aktív v operáciách menovej politiky Eurosystemu. Tieto pravidlá zabezpečujú pre Eurosystem konzistentnosť, presnosť a porovnateľnosť štyroch zdrojov hodnotenia kreditného rizika a to pre aktíva, ako aj pre neobchodované aktíva. Týmito pravidlami sú hodnotení aj emitenti aktív, alebo dlžníci z neobchodovaných aktív, ktorými sú úverové pohľadávky. Rovnako sú hodnotení aj ručiteľia k jednotlivým typom aktív.³⁶

Zdrojom informácií na hodnotenie kreditného rizika sú tieto hodnotiace skupiny:

- externé inštitúcie hodnotiace kreditné riziko (External Credit Assessment Institution – ECAI),
- interný hodnotiaci systém zmluvných strán (Internal Rating Base – IRB),
- interné hodnotenie kreditného rizika v NCB (In-house Credit Assessment System – ICAS),
- hodnotenie kreditného rizika ratingovým nástrojom (Rating Tool - ECAF RT); vykonávatelia sú uverejnení na internetovej stránke ECB³⁷

NBS je oprávnená uplatňovať na aktíva, ktoré zabezpečujú operácie menovej politiky Eurosystemu opatrenia na kontrolu rizika za účelom ochrany Eurosystemu pred rizikom finančnej straty pri predaji základných (podkladových) aktív v dôsledku nedodržania záväzkov zmluvnej strany. Eurosystem uplatňuje v štátoch eurozóny harmonizované opatrenia na kontrolu rizika v závislosti od typu akceptovateľných aktív. ECB určuje osobitné opatrenia na kontrolu rizika pre dlhové aktíva a pre neobchodované aktíva. V prípade potreby môže uplatniť tiež dodatočné opatrenia na kontrolu rizika s cieľom primerane ochrániť záujmy Eurosystemu, ktoré použije na princípe dôslednosti,

³⁵ The Eurosystem credit assessment framework

³⁶ § 17 Rozhodnutie Národnej banky Slovenska zo 16. decembra 2008, o vykonávaní operácií menovej politiky po vstupe Slovenskej republiky do eurozóny

³⁷ Vykonávatelia hodnotenia kreditného rizika (<http://www.ecb.europa.eu/mopo/assets/ecaf/html/index.en.html>).

transparentnosti a nediskriminovania rôznych typov aktív akceptovateľných v eurozóne. Tieto opatrenia môže v prípade potreby použiť aj individuálne voči jednotlivým zmluvným stranám. Eurosystem a zároveň aj NBS spravidla uplatňujú tieto opatrenia určené na kontrolu rizika:

a) oceňovaciu zrážku, vyjadrenú v percentuálnych bodoch, ktorá znižuje trhovú hodnotu akceptovateľného aktíva vstupujúceho do úverovej operácie ako je uvedené v tejto časti rozhodnutia,

b) výzvu na vyrovnanie odchýlky v hodnote prijatej zábezpeky so zmluvnou stranou v prípade ak sa hodnota prijatej zábezpeky v porovnaní s hodnotou jej úverových operácií zníži pod hodnotu určeného hraničného bodu alebo zvýši nad hodnotu hraničného bodu z dôvodu denného oceňovania zábezpeky trhovým princípom zohľadňujúcim oceňovaciu zrážku. Oceňovacie zrážky na likviditu sťahujúce operácie menovej politiky Eurosystemu sa neuplatňujú.

Eurosystem a zároveň aj NBS môže uplatniť aj ďalšie opatrenia určené na kontrolu rizika, napríklad:

- počiatočné zrážky vyjadrujúce pomocou percentuálnych bodov o akú hodnotu musí byť zvýšená zábezpeka zmluvnej strany ak je táto doručená do NCB v hodnote vykonávanej úverovej operácie,
- vylúčenie určitého typu základných (podkladových) aktív zo zoznamu aktív akceptovateľných v úverových operáciách Eurosystemu,
- vylúčenie určitého typu základných (podkladových) aktív môže byť uplatnené aj na úrovni jednotlivých zmluvných strán a to v prípade ak hodnotenie kreditného rizika zmluvnej strany má vysokú závislosť na hodnotení kreditného rizika príslušného aktíva, ktoré zmluvná strana používa ako zábezpeku v úverových operáciách Eurosystemu,
- uplatnenie kreditných limitov voči emitentom alebo dlžníkom alebo ručiteľom zo základných (podkladových) aktív,
- uplatnenie kreditných limitov môže byť uplatnené aj voči jednotlivým zmluvným stranám a to v prípade ak hodnotenie kreditného rizika zmluvnej strany má vysokú závislosť na hodnotení kreditného rizika príslušného aktíva, ktoré zmluvná strana používa ako zábezpeku v úverových operáciách Eurosystemu,

- uplatnenie požiadavky na dodatočnú zábezpeku,
- vylúčenie tých základných (podkladových) aktív zo zoznamu aktív akceptovateľných v úverových operáciách Eurosystemu, ktorých emitenti alebo ručiteľia podliehajú reštriktívnym opatreniam uvaleným Európskym spoločenstvom alebo jeho členským štátom.

Princípy oceňovania akceptovateľných aktív

Na vyjadrenie reálnej hodnoty aktív použitých v úverových operáciách Eurosystemu platia tieto princípy:

- a) pre každé aktívum určia NCB referenčný trh, z ktorého je určená jeho trhovú cenu,
- b) ak sa pre jedno aktívum kótuje na danom referenčnom trhu viac cien, na oceňovanie sa použije najnižšia cena, zvyčajne cena ponuky.

NBS použije na ocenenie aktív trhovú cenu z predchádzajúceho dňa získanú z Burzy cenných papierov v Bratislave, a.s.³⁸.

3.6 Tendre v Eurosysteme , operačné kroky

Operácie na voľnom trhu v Eurosysteme sa zvyčajne vykonávajú prostredníctvom tendrov. ECB rozlišuje štandardné tendre a rýchle tendre³⁹.

ECB vykonáva štandardné tendre za pevnú úrokovú sadzbu (objemové tendre) alebo za variabilnú úrokovú sadzbu (úrokové tendre). V objemových tendroch je úroková sadzba, cena alebo swapový bod špecifikovaná vopred a zúčastnené zmluvné strany predkladajú len objemy peňažných prostriedkov, ktoré chcú realizovať. V úrokových tendroch zmluvné strany predkladajú okrem objemov peňažných prostriedkov aj úrokové sadzby, ceny alebo swapové body, za ktoré chcú uzatvárať dané operácie. Hlavné a dlhodobejšie refinančné

³⁸ Ak pre aktívum obchodované na RT neexistuje trhovú cenu z predchádzajúceho obchodného dňa na Burze cenných papierov v Bratislave, a.s., NBS použije poslednú existujúcu trhovú cenu za posledných päť obchodných dní pred dňom ocenenia. Ak pre dané aktívum obchodované na RT existuje len trhovú cenu staršia ako päť obchodných dní alebo získaná trhovú cenu sa nezmenila za posledných päť obchodných dní, NBS určí pre takéto aktívum teoretickú cenu

³⁹ Postupy v štandardných a rýchlych tendroch sú totožné, okrem časového rámca a zmluvných strán

operácie sa vykonávajú podľa indikatívneho ročného kalendára⁴⁰, ktorý vydáva ECB. Kalendár sa vydáva minimálne tri mesiace pred začiatkom roka, pre ktorý je platný. Obvyklým obchodným dňom pre hlavné refinančné operácie (MRO) je utorok a pre dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO) je posledná streda v každom kalendárnom mesiaci. ECB môže vykonať úpravy bežného rozvrhu prihliadajúc pritom na dni pracovného voľna v jednotlivých štátoch eurozóny.

Tendre sa realizujú v šiestich operačných krokoch⁴¹.

Vyhlásenie tendra

ECB vyhlasuje štandardné tendre prostredníctvom verejných komunikačných prostriedkov. NBS môže následne zverejniť oznam o vyhlásení tendra jej dostupnými prostriedkami. Okrem toho môže NBS oznámiť tender zmluvným stranám aj priamo. Vyhlásenie tendra spravidla obsahuje nasledovné informácie:

- a) referenčné číslo tendra,
- b) dátum konania tendra,
- c) charakter (refinančný alebo sterilizačný) a typ operácie (MRO, LTRO, FTO alebo SO),
- d) splatnosť tendra,
- e) typ tendra (za pevnú alebo variabilnú úrokovú sadzbu),
- f) metódu pridelovania (holandská alebo americká aukcia),
- g) plánovaný objem operácie (ak je stanovený),
- h) úrokovú sadzbu, cenu alebo swapové body (iba v prípade tendra za pevnú úrokovú sadzbu),
- i) minimálnu, maximálnu akceptovanú úrokovú sadzbu, cenu alebo swapové body (ak sú stanovené, iba v prípade tendra za variabilnú úrokovú sadzbu),
- j) dátum začatia a dátum splatnosti operácie (ak je stanovený) alebo dátum emisie a dátum splatnosti (iba v prípade emisie dlhových certifikátov),
- k) menu swapu a menu, objem ktorej je pevne stanovený (len v prípade devízových swapov),
- l) referenčný spotový kurz meny (len v prípade devízových swapov),

⁴⁰ Tento indikatívny kalendár pre tendrové operácie je uverejnený na internetovej stránke ECB www.ecb.europa.eu.

⁴¹ § 30 Rozhodnutie Národnej banky Slovenska zo 16. decembra 2008, o vykonávaní operácií menovej politiky po vstupe Slovenskej republiky do eurozóny

- m) maximálny objemový limit zaslanej ponuky (ak je stanovený),
- n) minimálny jednotlivý pridelovaný objem (ak je stanovený),
- o) minimálne percento pridelenia (ak je stanovené),
- p) časový rozvrh na predkladanie ponúk,
- q) menovitú hodnotu dlhových certifikátov (iba v prípade emisie dlhových certifikátov),
- r) ISIN kód emisie (iba v prípade emisie dlhových certifikátov ECB)

Vyhlásenie rýchlych tendrov sa riadi rovnakými postupmi ako pri štandardných tendroch. ECB s ohľadom na zvýšenie transparentnosti pri dolad'ovacích operáciách prostredníctvom rýchlych tendrov zvyčajne zverejňuje vyhlásenie vopred. Vo výnimočných prípadoch však môže ECB rozhodnúť, že rýchly tender vopred nevyhlási. V rýchlom tendri, bez ohľadu na to či je alebo nie je vyhlásený verejne, NBS priamo kontaktuje zmluvné strany vybrané na vykonávanie dolad'ovacích operácií.

Predkladanie ponúk zmluvnými stranami

Predkladané ponuky zmluvných strán v tendri musia byť vo forme, ktorá je v súlade so vzorom poskytnutým NBS a v súlade s časovým rozvrhom na predkladanie ponúk. Ponuky v tendroch môžu byť za každú zmluvnú stranu predkladané iba jednou organizačnou jednotkou (buď ústredím alebo poverenou pobočkou). Ponuky je možné meniť, prípadne zrušiť až do uzávierky stanovenej pre predkladanie ponúk do tendra. Ponuky predložené po uzávierke sú neakceptované. NBS vyradí celkovú ponuku zmluvnej strany v prípade, že je neúplná, alebo nie je v súlade s príslušným vzorom a parametrami stanovenými v ozname o vyhlásení tendra. NBS informuje zmluvnú stranu o vyradení ešte pred samotným procesom pridelovania tendra.

V tendroch za variabilnú úrokovú sadzbu môžu zmluvné strany predkladať ponuky s maximálne desiatimi rôznymi úrokovými sadzbami, cenami alebo swapovými bodmi. V každej ponuke uvedie zmluvná strana objem peňažných prostriedkov a príslušnú úrokovú sadzbu, cenu alebo swapový bod. Ponuky úrokových sadzieb musia byť násobkom 0,01 percentuálneho bodu. V prípade devízového swapového tendra za variabilnú úrokovú sadzbu sa swapové body uvádzajú podľa štandardných trhových zvyklostí a ponuky musia byť násobkom 0,01 swapového bodu.

Sumarizácia ponúk

Sumarizácia sa vykonáva na dvoch úrovniach. Na národnej úrovni (ponuky sumarizuje NBS) a na úrovni Eurosystemu (NBS zasiela celkový dopyt do ECB, ktorá sumarizuje ponuky za celý Eurosystem).

Pridelovanie a vyhlásenie výsledkov

Pri tendri za pevnú úrokovú sadzbu sa ponuky prijaté od zmluvných strán spočítajú. V prípade, že súhrnný objem ponúk prevyšuje celkový objem, ktorý má byť pridelený, budú predkladané ponuky uspokojené pomerným spôsobom. Pridelený objem každej zmluvnej strany sa zaokrúhli na najbližšie euro. ECB môže rozhodnúť o pridelení minimálneho objemu alebo percenta každému účastníkovi v tendri.

Pri refinančnom tendri za variabilnú úrokovú sadzbu sú ponuky zoradené zostupne podľa ponúkaných úrokových sadzieb. Ponuky s najvyššími úrokovými sadzbami sú uspokojené ako prvé a ponuky s postupne nižšími úrokovými sadzbami sú uspokojené až do vyčerpania celkového objemu, ktorý má byť pridelený. V prípade, že súhrnný objem ponúk prevyšuje celkový objem, ktorý má byť pridelený, budú ponuky za poslednú akceptovanú úrokovú sadzbu uspokojené pomerným spôsobom. Úroková sadzba, pri ktorej sa uskutočnilo krátenie je tzv. hraničnou (marginálnou) úrokovou sadzbou. Pridelený objem každej zmluvnej strany sa zaokrúhli na najbližšie euro.

Sterilizačný tender za variabilnú úrokovú sadzbu sa môže použiť pri prijímaní termínovaných vkladov alebo pri emisii dlhových certifikátov. Pri prijímaní termínovaných vkladov alebo emisii dlhových certifikátov sú ponuky zoradené vzostupne podľa ponúkaných úrokových sadzieb. Ponuky s najnižšími úrokovými sadzbami sú uspokojené ako prvé a ponuky s postupne vyššími úrokovými sadzbami sú akceptované do vyčerpania celkového objemu, ktorý má byť absorbovaný. V prípade, že súhrnný objem ponúk prevyšuje celkový objem, ktorý má byť absorbovaný, budú ponuky za poslednú akceptovanú sadzbu uspokojené pomerným spôsobom. Úroková sadzba, pri ktorej sa uskutočnilo krátenie je tzv. hraničnou (marginálnou) úrokovou sadzbou. Pridelený objem každej zmluvnej strany sa zaokrúhli na najbližšie euro.

Pri tendri za variabilnú úrokovú sadzbu môže ECB použiť jednu z týchto metód pridelovania americkú, alebo holandskú. Pod americkou metódou pridelovania sa rozumie zoradenie ponúk podľa výšky úrokových sadzieb, cien alebo swapových bodov, pričom všetci akceptovaní účastníci sú uspokojení za úrokovú sadzbu, cenu alebo swapový bod, ktorý uviedli v ponuke. Pod holandskou metódou pridelovania sa rozumie zoradenie ponúk podľa výšky úrokových sadzieb, cien alebo swapových bodov, pričom všetci akceptovaní účastníci sú uspokojení za rovnakú úrokovú sadzbu, cenu alebo swapový bod, ktorou je posledná akceptovaná úroková sadzba, cena alebo swapový bod.

ECB oznamuje výsledky prostredníctvom verejných komunikačných prostriedkov. Následne môže NBS zverejniť oznam o výsledku tendra jej dostupnými prostriedkami.

Potvrdenie konkrétnych výsledkov

Potvrdenie konkrétnych výsledkov tendra sa realizuje na úrovni NCB. NBS bude jej dostupnými prostriedkami priamo kontaktovať všetky zmluvné strany, ktoré sa prostredníctvom NBS zúčastnili tendra a ktorých ponuky boli akceptované.

Vyrovnanie tendra

Zmluvné strany sú povinné pokryť im pridelené objemy dostatočným objemom akceptovateľných podkladových aktív a finančne vyrovnať operáciu. Keď zmluvná strana nie je schopná dodať dostatočný objem akceptovateľných podkladových aktív a vyrovnať objem likvidity, ktorý bol pridelený v tendri, NBS jej môže uložiť sankcie.

3.7 Analýza výkonu menovej politiky - vplyv finančnej krízy

Obdobie od roku 2007 predstavuje pre finančné trhy veľmi rušné obdobie. Finančná kríza, ktorá sa rozšírila z hypotekárnej krízy v USA do celého sveta, si vyžiadala nadštandardné zásahy najvýznamnejších svetových centrálnych bánk. Pre Európsku centrálnu banku to bola prvá skúška jednoty a pripravenosti zasahovať v náročných situáciách. V nasledujúcej

časti analyzujeme individuálne postupy dvoch najvýznamnejších centrálnych bánk – Európskej centrálnej banky a Federálneho rezervného systému.

ECB

Po Spojených štátoch amerických bola eurozóna druhým najväčším regiónom, ktorý bol výrazne ovplyvnený finančnou krízou začínajúcou v roku 2007. Nepokoje na americkom finančnom trhu sa veľmi rýchlo rozšírili aj do Európy. Situácia si preto vyžiadala okamžité zásahy Európskej centrálnej banky. Operačným cieľom ECB je stabilita jednodňovej sadzby EONIA (Euro Over-Night Index Average), v blízkosti kľúčovej sadzby pre hlavné refinančné operácie, ktorá signalizuje menovo-politické zámery Eurosystemu. Do vypuknutia finančnej krízy v auguste 2007 bol jej vývoj pokojný. Banka implementovala menovú politiku prostredníctvom svojej štandardnej štruktúry nástrojov, ktorými boli refinancovanie bankového sektora prostredníctvom operácií na voľnom trhu, jednodňové refinančné a sterilizačné operácie a požiadavka povinných minimálnych rezerv.⁴²

V rámci operácií na voľnom trhu je kľúčovou týždňová hlavná refinančná operácia konaná jedenkrát do týždňa. Prostredníctvom nej ECB refinancovala bankový sektor majoritným podielom (okolo 70 %). Objem poskytnutý v tejto operácii bol určený prostredníctvom kalkulovaného benchmarku, vychádzajúc z refinančnej potreby bánk v danom týždni. Okrem tejto operácie ECB realizovala jedenkrát v mesiaci dlhodobejšiu operáciu so splatnosťou 3 mesiace. Jej podiel tvoril menšiu časť celkovej refinančnej potreby bánk (okolo 30 %). Kroky ECB sú v období finančnej krízy charakteristické rozšírením škály splatností, frekvencie a objemov už existujúcich nástrojov. V nedávnom období však predstavila aj špeciálny nadštandardný program, ktorým je Program nákupu krytých dlhopisov.

Leto 2007 predstavovalo pre finančný trh eurozóny a pre ECB najťažšiu skúšku v ich doterajšej histórii. Situácia v oblasti likvidity sa rapídne zhoršila, keďže banky, ktoré mali nedostatok zdrojov, narazili na prekážky ich nákupu na medzibankovom trhu, a iné banky si zase hromadili prebytočnú likviditu na svojich účtoch. Banky s voľnými zdrojmi začali uprednostňovať ekonomicky neefektívnu depozitnú facilitu pred požícaním prostriedkov

⁴² KOCHANOVÁ, M. : Porovnanie postupov hlavných centrálnych bánk od začiatku krízy po súčasnosť, In Biatec : roč. 17, čís. 17/2009, str. 19

obchodným partnerom. Dobré fungovanie peňažného trhu je veľmi dôležité pre Eurosystem, keďže formácia úrokových sadzieb predstavuje prvý krok v transmisnom mechanizme menovej politiky Eurosystemu.

Prvou, okamžitou reakciou ECB na zostrenú situáciu na európskom medzibankovom trhu bolo dočasné poskytnutie krátkodobej likvidity, ktorú banky prestali byť ochotné navzájom si distribuovať. ECB zároveň zvýšila frekvenciu realizácie trojmesačnej dlhodobej operácie a rozšírila škálu nástrojov o doplnkovú šesťmesačnú operáciu. Prostredníctvom svojich operácií začala poskytovať väčší objem prostriedkov v porovnaní s tým, čo banky reálne potrebovali. Bankový sektor začal uprednostňovať dlhodobejšie refinancovanie, čím postupne došlo k prerozdeleniu refinančnej pozície. Kým v prvej polovici 2007 tvoril podiel hlavných refinančných operácií približne 70 % a zvyšná časť pripadala na trojmesačné dlhodobé operácie, v druhej polovici sa už podiel dlhodobých operácií zvýšil na približných 60 %.

V septembri 2008 ECB predstavila novú doplnkovú operáciu so splatnosťou jednej udržiavacej periódy. Keďže na medzibankovom trhu naďalej pretrvávali negatívne tlaky, ECB v nasledujúcom mesiaci pristúpila k ďalším dôležitým krokom. Oznamenala zmenu v postupe menovo-politických operácií, ktoré boli dovtedy realizované na základe americkej aukcie a uspokojený bol len čiastočný objem vypočítaný centrálnou bankou podľa potrieb bankového sektora. Zmena spočívala v realizácii operácií za fixnú sadzbu rovnajúcu sa kľúčovej sadzbe pre hlavné refinančné operácie a plné uspokojenie dopytu bánk v týchto tendroch. Aby mali banky dostatok kolaterálu na zábezpeku týchto operácií, ECB zároveň rozšírila škálu akceptovateľného kolaterálu. Centrálna banka sa tak stala takmer výlučným sprostredkovateľom likvidity na medzibankovom trhu, o čom svedčí aj počet účastníkov v hlavných refinančných operáciách. Pred vypuknutím finančnej krízy v nich participovalo do 400 účastníkov. Koncom roka 2008 sa ich počet zdvojnásobil, čo odrážalo fakt, že banky si medzi sebou nesprostredkujú likviditu na medzibankovom trhu, ale výlučne sa refinancujú len prostredníctvom ECB.

Tabuľka č. 9

Súvaha Eurosystemu

Aktíva	mld. EUR		Pasíva	mld. EUR	
	Aug. 09	Jún 07		Aug. 09	Jún 07
Autonómne faktory					
Čisté zahraničné aktíva	392	317	Obeživo	767	633
Domáce aktíva	341	131	Vládne depozitá	136	70
			Ďalšie autonómne faktory	189	27
Operácie poskytujúce likviditu v zahraničnej mene					
USD repo operácie	31	0	Pohľadávky FED-u	31	0
DKK swapové operácie	0	0	Pohľadávky Švajčiarskej národnej banky	19	0
SEK swapové operácie	3	0			
Nástroje menovej politiky					
Portfólio krytých dlhopisov	9	0	Rezervné účty	203	182
Hlavné refinančné operácie	78	313	Operácie absorbujúce likviditu	0	0
Dlhodobé refinančné operácie	634	150	Jednodňové depozitné operácie	143	1
Dolaďovacie operácie	0	0			
Jednodňové refinančné operácie	0	1			
Spolu	1 488	913	Spolu	1 488	913

Zdroj : ECB

V prvej polovici roku 2009 predstavil Eurosystem ďalšiu nadštandardnú operáciu so splatnosťou jeden rok. Realizácia mala prebiehať tak ako pri ostatných operáciách, postupom s fixnou sadzbou a plným uspokojením. Keďže ECB garantovala fixnú sadzbu (ktorá bola doteraz na úrovni kľúčovej sadzby pre hlavné refinančné operácie), operácia s jednoročnou splatnosťou vyvolala vysoký záujem. Finančná kríza znamenala pre európsky bankový sektor značné rozšírenie objemu, ktorý banky čerpali z ECB, a zároveň prerozdelenie štruktúry splatností. Pred augustom 2007 bola refinančná pozícia na úrovni približne 450 mld. €, do konca roka 2008 však stúpila na rekordných 860 mld. €. ⁴³Úvodom roku 2009 táto pozícia mierne klesala. Maximálny objem, ktorým bol bankový sektor refinancovaný vo svojej histórii sa pohyboval na úrovni do 900 mld. € (júl 2009). Od tohto obdobia však táto pozícia klesá, čo naznačuje zlepšujúce sa podmienky na peňažnom trhu. V roku 2009 došlo k ešte výraznejšiemu prerozdeleniu štruktúry splatností. Hlavné refinančné operácie už tvoria len 7 % (historicky najnižší podiel) a zvyšnú časť tvoria

⁴³ KOCHANOVÁ, M. : Porovnanie postupov hlavných centrálnych bánk o začiatku krízy po súčasnosť, In Biatic : roč. 17, čís. 12/2009, str. 22

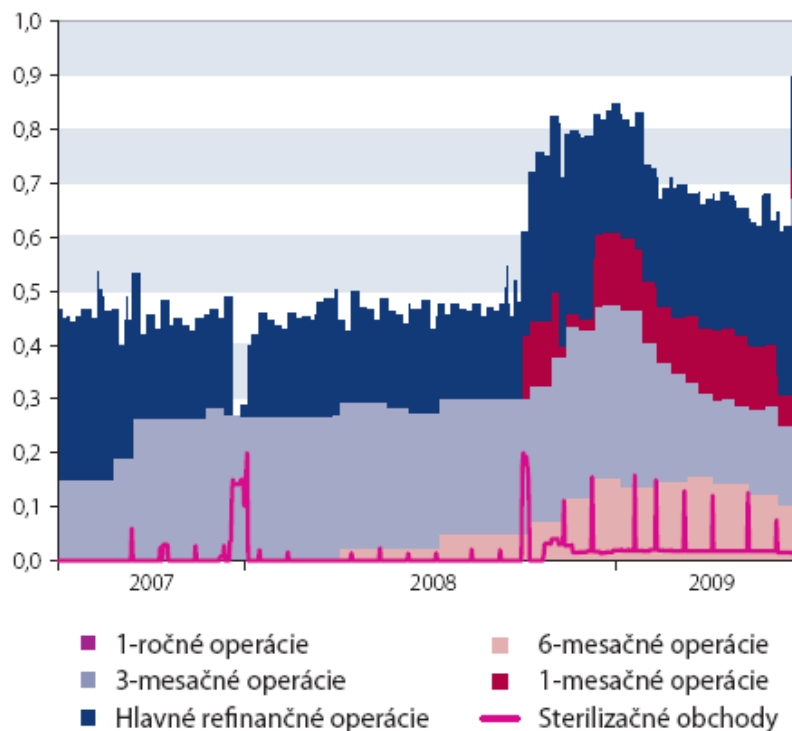
dlhodobejšie operácie. Vysoký objem likvidity, ktorý mali banky po zavedení plného uspokojenia dopytu v menovo-politických operáciách, viedol k vyššiemu využitiu depozitnej facility. Kým pred finančnou krízou nedochádzalo takmer vôbec k jej využitiu z dôvodu ekonomicky neefektívnej úrokovej sadzby, počas finančnej krízy sa táto facility javila ako jediná možnosť umiestnenia voľných prostriedkov. Jej využitie stúplo na historicky najvyšší objem v januári 2008 a v júli 2009 na viac ako 300 mld. €.

Swapové linky s ostatnými centrálnymi bankami

Na zmiernenie tlakov na trhu amerických dolárov v Európe ECB v kooperácii s FED-om predstavili novú swapovú linku s názvom Term Auction Facility (TAF). Prostredníctvom tejto linky poskytuje ECB európskym bankám likviditu v amerických dolároch oproti kolaterálu akceptovanému ECB. Najvyšší objem bol využitý na prelome roku 2008 a predstavoval takmer 100 mld. USD.

Graf č. 5

Nárast objemu financovania ECB počas finančnej krízy (bil. EUR)



Zdroj : ECB

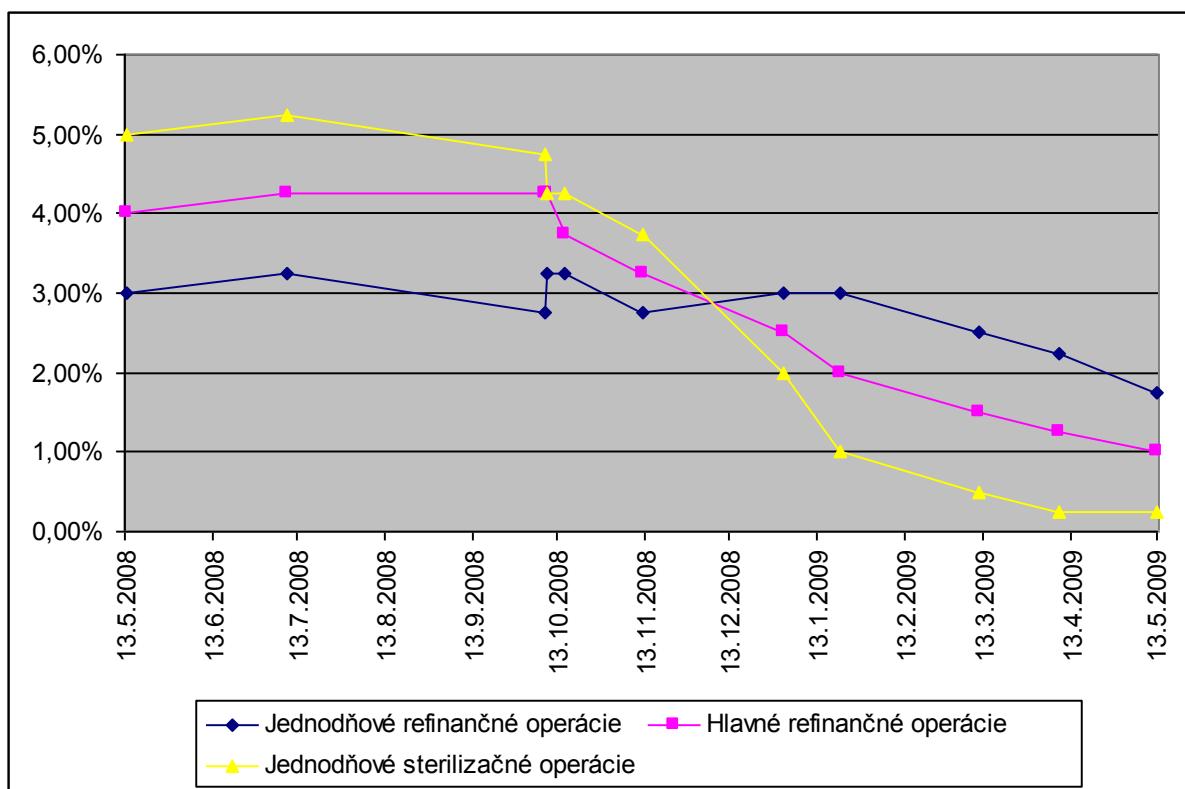
V októbri 2008 ECB v spolupráci so Swiss National Bank (SNB) predstavila linky pre banky eurozóny vo švajčiarskych frankoch, v ktorých poskytuje maximálny, vopred stanovený objem na úrovni 25 mld. € na týždennej báze.

Program nákupu krytých dlhopisov

V máji 2009 Eurosystem predstavil špeciálny Program nákupu krytých dlhopisov. Cieľom tohto programu je podpora poklesu dlhodobých úrokových sadzieb peňažného trhu, podpora bánk pri poskytovaní úverov súkromnému sektoru, pomoc pri zlepšení likvidity dôležitých segmentov súkromného trhu a zjednodušenie prístupu k prostriedkom bankám a podnikom. Tento program sa začal v júli 2009 a trvá do júna 2010. Do tohto obdobia by mal Eurosystem nakúpiť kryté dlhopisy v hodnote 60 mld. €. Zvýšený objem poskytnutej likvidity sa podpísal pod viditeľný rast bilancie Eurosystemu.

Graf č. 6

Vývoj základných úrokových sadzieb ECB



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov ECB

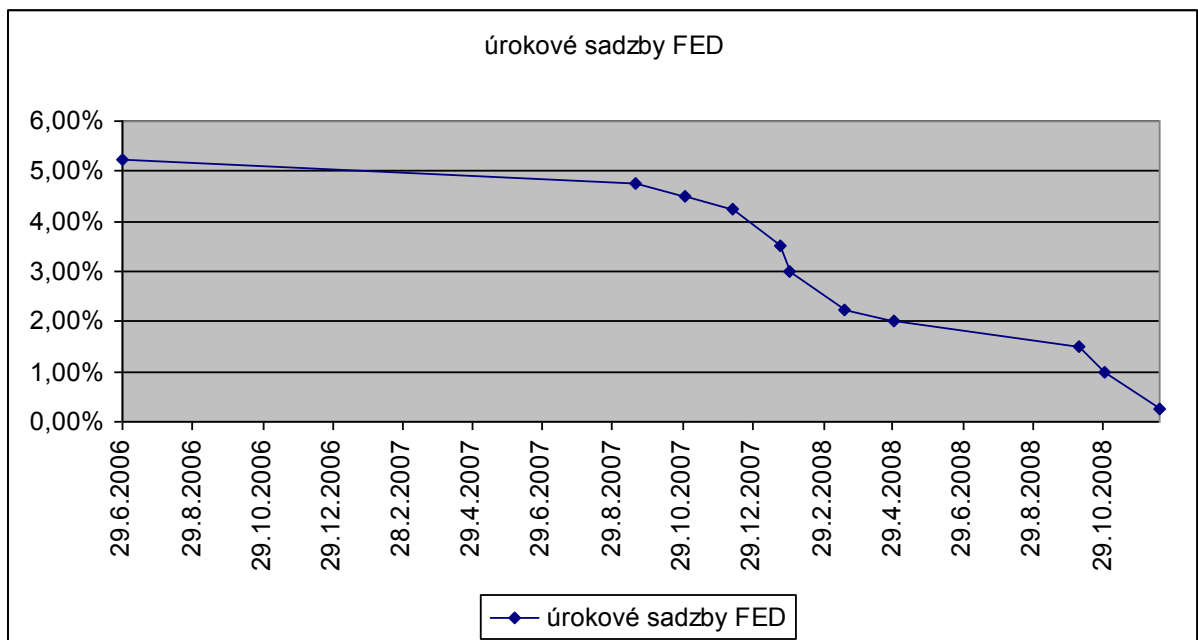
Úrokové sadzby ECB zostali od mája 2009 nezmenené.

FED

Operatívnym cieľom Federálneho rezervného systému je v súčasnosti jednodňová úroková sadzba pre nezabezpečené depozitá, za ktorú sú obchodované zostatky na bežných účtoch depozitných inštitúcií držané vo FED-e – Federal Funds Rate – efektívna sadzba. Banka sa snaží o stabilizáciu tejto sadzby v blízkosti jej kľúčovej sadzby s názvom Federal Fund Target Rate. Prostredníctvom operácií na voľnom trhu, povinných minimálnych rezerv, zmluvných kliringových zostatkov¹ a diskontu FED kontroluje dopyt a ponuku zostatkov na účtoch depozitných inštitúcií, čím ovplyvňuje hlavnú úrokovú sadzbu. Na finančnú krízu, ktorá vyústila na jeseň 2007, FED reagoval prostredníctvom štandardných menovopolitických postupov a zároveň predstavil značnú škálu nadštandardných postupov. FED začal uvoľňovať menovú politiku v septembri 2007, pričom desiatimi zníženiami sa kľúčová sadzba dostala z úrovne 5,25 % na takmer nulovú úroveň v pásme 0,00 – 0,25 %.⁴⁴

Graf č. 7

Vývoj kľúčovej úrokovej sadzby FED-u (Intended federal funds rate)



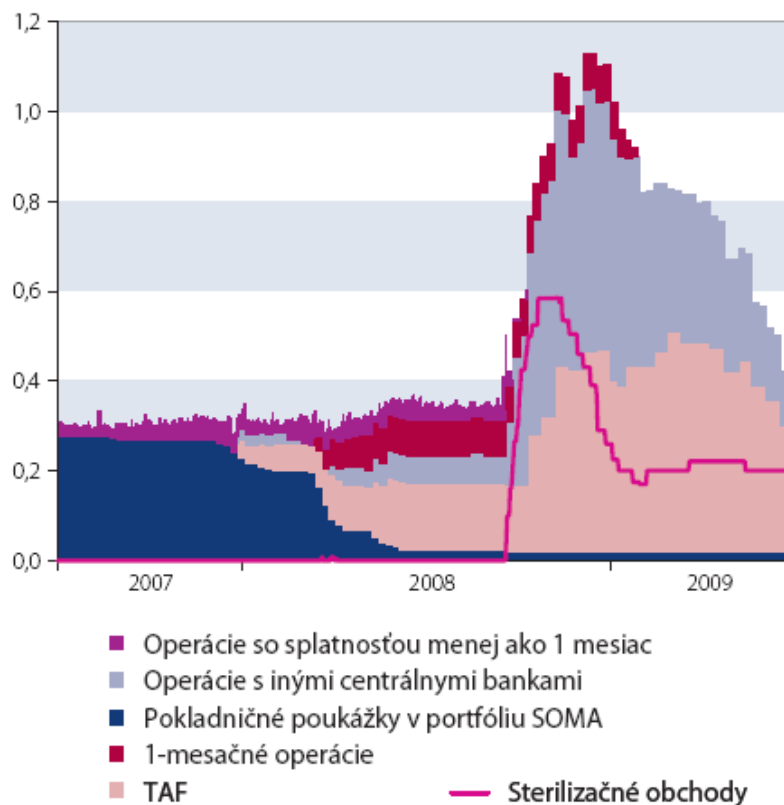
Zdroj : Spracované na základe údajov z www.federalreserve.gov

⁴⁴ KOCHANOVÁ, M. : Porovnanie postupov hlavných centrálnych bánk o začiatku krízy po súčasnosť, In Biatic : roč. 18, čís. 2/2010, str. 8

Okrem uvoľnenia menovej politiky FED implementoval nové programy, ktoré mali výrazný vplyv na jeho bilanciu. Prvá skupina nástrojov súvisí s tradičnou úlohou centrálnej banky ako veriteľa poslednej inštancie. Prostredníctvom týchto nástrojov FED dodáva bankám a iným depozitným či finančným inštitúciám krátkodobú likviditu. V medzinárodnej oblasti podpísal zmluvy so 14 zahraničnými centrálnymi bankami o swapových linkách, prostredníctvom ktorých bola daným centrálnym bankám poskytnutá likvidita v amerických dolároch za protihodnotu v národnej mene.

Graf č. 8

Nárast objemu financovania Federálnym rezervným systémom počas finančnej krízy (bil. USD)



Zdroj : FED

Druhá skupina nástrojov zahŕňa poskytnutie likvidity priamo dlžníkom a investorom na kľúčových trhoch. Medzi tieto programy patria: Commercial Paper Funding Facility

(CPFF), Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF), Money Market Investor Funding Facility (MMAFF) a Term Asset-Backed Security Loan Facility (TALF).⁴⁵

Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)

Bola vytvorená v septembri 2008 a slúži na poskytovanie financovania nákupov vysokokvalitných komerčných papierov krytých aktívami od investičných fondov peňažného trhu americkými depozitnými inštitúciami. Slúži na zabezpečenie dostatku zdrojov v peňažných fondoch, ktoré čelia nečakaným výberom a výplatám investorov. Zároveň slúži na podporu likvidity na trhu ABCP a všeobecne na peňažnom trhu.

Commercial Paper Funding Facility (CPFF)

Bola autorizovaná v októbri 2008 a slúži na zvýšenie likvidity na trhu komerčných papierov. FED vytvoril spoločnosť s ručením obmedzeným, ktorá nakupuje trojmesačné nezabezpečené a aktívami kryté komerčné papiere priamo od akceptovateľných emitentov.

Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)

Bola vytvorená v októbri 2008 so zámerom poskytnúť likviditu MMMFs potrebnú na vyplácanie výberov a splátok investorom a trvala do októbra 2009. Išlo o poskytnutie zabezpečeného úveru akceptovateľnými aktívami od akceptovateľných investorov (MMMFs). Akceptovateľné aktíva zahŕňali depozitné certifikáty a komerčné papiere denominované v amerických dolároch s reziduálnou splatnosťou maximálne 90 dní. Dôvodom zahájenia takéhoto programu boli problémy predat' krátkodobé cenné papiere, čím by fond získal likviditu na vyplatenie výberov.

Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)

⁴⁵ KOCHANOVÁ, M. : Porovnanie postupov hlavných centrálnych bánk od začiatku krízy po súčasnosť, In Biatec : roč. 18, čís. 2/2010, str. 10

Slúži na poskytovanie pôžičiek so splatnosťou do 5 rokov držiteľom akceptovateľných asset - backed securities (ABS). Táto facilitita bola vytvorená v novembri 2008 a trvala do decembra 2009 s možným poskytnutím úverov do 200 mld. USD. Jej cieľom bolo pomôcť finančným trhom prispôbiť sa úverovým potrebám domácností a podnikov prostredníctvom emisie ABS rôznymi kolateralizovanými spotrebnými či podnikovými úvermi. Akceptovateľným kolaterálom boli ABS denominované v amerických dolároch, kryté napríklad študentskými pôžičkami, úvermi na auto či kreditnými kartami.

Federálny rezervný systém začal prostredníctvom týchto programov dotovať bankový sektor oveľa väčším množstvom peňazí, ako to bolo v období pred finančnou krízou. Malo to za následok výrazné rozšírenie jeho bilancie. Kým v júni 2007 dosahovala bilancia úroveň do 1 000 mld. USD, na prelome roku 2008 dosiahla historické maximum, ktoré bolo viac ako dvojnásobkom tejto sumy, t. j. 2 300 mld. USD. Rozšíril sa nielen objem bilancie, ale aj jej štruktúra, keďže nový program vytvoril nové položky, ktoré v júni 2007 ešte v zozname nefigurovali.

3.8 Neštandardné nástroje menovej politiky

Finančná kríza sa prejavila všeobecným poklesom dôvery na finančných trhoch, čím banky výrazne obmedzili ochotu požičiavať si navzájom voľné zdroje a zároveň sa výrazne zhoršili podmienky na úverovom trhu. Táto situácia sa odrazila v raste trhových úrokových sadziieb a zároveň v rozšírení spreadov medzi zabezpečenými a nezabezpečenými depozitami. Rozdiely medzi týmito sadzbami dosahovali pred augustom 2007 úroveň do 10 bázických bodov. Ku koncu roka stúplo rozpätie pre trojmesačnú splatnosť na 100 bázických bodov a po krachu Lehman Brothers v septembri 2008 dosahovali historicky najvyššie úrovne od 150 do 350 bázických bodov. Tento vývoj odrážal tlaky na trhoch, keďže banky neboli ochotné realizovať nezabezpečené depozitá, ktorých cena sa v porovnaní s cenami zabezpečených depozít výrazne zvýšila. V tomto dôsledku sa úplne zastavilo obchodovanie na trhu nezabezpečených depozít a banky postupne sprísnilo podmienky aj na úvery pre domácnosti a firmy. Iný vývoj však bolo možné sledovať v Japonsku, kde spready dosahovali najnižšie úrovne, keďže Japonsko bolo finančnou krízou viditeľnejšie zasiahnuté až koncom roka 2008. Prvou rovnakou reakciou centrálnych bánk na značné zhoršenie podmienok na finančnom trhu bolo zvýšenie likvidity prostredníctvom

štandardných menovo-politických refinančných operácií a súčasne poskytnutie likvidity prostredníctvom dodatočných operácií. Po zosilnení finančnej krízy v septembri 2008 sa reakcie centrálnych bánk na zhoršené podmienky dajú zhrnúť do piatich bodov: ⁴⁶

Zníženie kľúčových sadzieb

Z dôvodu negatívneho ekonomického výhľadu súvisiaceho s prehlbujúcou sa finančnou krízou začal ako prvý s uvoľňovaním menových podmienok prostredníctvom zníženia kľúčových úrokových sadzieb Federálny rezervný systém v septembri 2007. Neskôr ku znižovaniu pristúpila aj centrálna banka Anglicka (Bank of England, ďalej BoE). Po zosilnení napätia na finančných trhoch sa v októbri 2008 dohodlo 6 centrálnych bánk (vrátane Európskej centrálnej banky) na bezprecedentnom koordinovanom kroku redukcie kľúčových sadzieb. Po ňom sa začala globálna fáza uvoľňovania menovej politiky. Kľúčové sadzby vybraných centrálnych bánk, ktoré sa v súčasnosti nachádzajú na úrovniach až v blízkosti nuly .

Tabuľka č. 10

Aktuálne úrokové sadzby centrálnych bánk k 1.3.2010

Úrokové sadzby centrálnych bánk k 1.3.2010	
Federal Reserve System (FED)	0 - 0,25 %
European Central Bank (ECB)	1,00%
Bank of England (BoE)	0,50%
Bank of Japan (BoJ)	0,10%
Swiss National Bank (SNB)	0,25%
Bank of Canada (BoC)	0,25%
Reserve Bank of Australia (RBA)	3,75%
Reserve Bank of New Zealand (RBNZ)	2,50%
Česká národní banka (ČNB)	1,00%
Magyar Nemzeti Bank (MNB)	5,75%
Narodowy Bank Polski (NBP)	3,50%

Zdroj : Vlastné spracovanie podľa údajov centrálnych bánk

Zvýšenie poskytnutia dlhodobejšej likvidity na medzibankovom trhu

⁴⁶ KOCHANOVÁ, M. : Porovnanie postupov hlavných centrálnych bánk o začiatku krízy po súčasnosť, In Biatec : roč. 17, čís. 12/2009, str. 19

Počas úverového boomu, ktorý pokračoval až do leta 2007, sa stali európske finančné inštitúcie závislé od medzibankových transakcií v amerických dolároch, keďže svoje obchody v predchádzajúcom období rozšírili až na globálnu úroveň. Z tohto dôvodu po zostrení situácie na finančnom trhu začali narážať na problémy pri zabezpečovaní likvidity v amerických dolároch. V tejto situácii začala Európska centrálna banka a centrálna banka Švajčiarska (Swiss National Bank, ďalej SNB) poskytovať likviditu v amerických dolároch (december 2007) na základe swapovej linky dohodnutej s Federálnym rezervným systémom. Krach Lehman Brothers v septembri 2008 silný dopyt po amerických dolároch ešte zvýšil, keďže banky neboli ochotné požičiavať dolárovú likviditu, ktorú si hromadili na svojich účtoch, a tak k rovnakej swapovej dohode pristúpila aj BoE a centrálna banka Japonska (Bank of Japan, ďalej BoJ) a Kanady. Tento nástroj značne pomohol pri tlmení tlakov na finančnom trhu a úrokové sadzby pre americké doláre začali postupne klesať. Na domácich trhoch sa centrálna banky stali takmer výlučným sprostredkovateľom likvidity, keďže v snahe zmierniť napätie na trhoch výrazne rozšírili objem poskytnutých zdrojov prostredníctvom operácií na voľnom trhu. FED, okrem poskytnutia likvidity v amerických dolároch centrálnym bankám na základe swapových liniek, v októbri 2008 zvýšil objem jedno- a trojmesačných aukcií *Term Auction Facility* (TAF) na 150 mld. USD. ECB koncom septembra 2008 zvýšila frekvenciu realizácie štandardných dlhodobých operácií s trojmesačnou splatnosťou, zaviedla operácie so splatnosťou 1, 6 a neskôr aj 12 mesiacov. Zmenila postup štandardných tendrov z aukcie s variabilnou sadzbou na fixnú sadzbu s plným uspokojením dopytu. BoE začala od septembra 2008 poskytovať väčší objem likvidity prostredníctvom trojmesačnej operácie. V októbri 2008 začala poskytovať väčší objem vo svojich aukciách aj BoJ, aby zmiernila koncoročné napätie na domácom trhu.

Rozšírenie akceptovateľného kolaterálu

V snahe flexibilne uspokojiť zvýšený záujem v refinančných operáciách pristúpili centrálna banky k rozšíreniu škály akceptovateľného kolaterálu. FED rozšíril akceptovateľný kolaterál pre tzv. úverovú facilitu primárnych dealerov (PDCF) a facilitu pre dlhodobejšiu výmenu cenných papierov (TSLF) v polovici septembra 2008. ECB v polovici októbra 2008 rozšírila zoznam aktív akceptovateľných ako kolaterál v refinančných operáciách Eurosystemu, zahŕňajúc trhové dlhové aktíva denominované aj v iných menách, ako je euro a znížila úverový rating na aktíva z A- na BBB-. BoE oznámila rozšírenie kolaterálu pre refinančnú repo operáciu s trojmesačnou splatnosťou, zahŕňajúc

cenné papiere kryté aktívami (*asset-backed securities*) a iné aktíva. BoJ zahrnula v polovici októbra 2008 do kolaterálu na zabezpečenie svojich operácií aj dlhopisy s variabilnou sadzbou, inflačne viazané dlhopisy a 30-ročné vládne dlhopisy.

Ďalšie postupy

Finančná kríza mala za následok zhoršenie podmienok nielen na medzibankovom trhu, ale negatívne ovplyvnila aj domácnosti a firmy, čoho dôsledkom bolo aj zhoršenie podmienok na úverovom trhu. V snahe zabrániť ďalšiemu prehĺbeniu nielen finančnej, ale aj ekonomickej krízy centrálné banky predstavili nové programy, ktoré sú opísané v príslušných častiach.

Značné navýšenie likvidity do bankového sektora prostredníctvom refinančných operácií malo za následok zvýšené tlaky na jednodňovú trhovú sadzbu, ktorej stabilita je v prípade všetkých štyroch centrálnych bánk (FED, ECB, BoE, BoJ) ich operačných cieľom. Pre zabezpečenie tohto cieľa preto pristúpili niektoré centrálné banky k ďalším krokom. FED začiatkom októbra 2008 oznámil, že začne s remuneráciou aj prebytočných rezerv depozitných inštitúcií plniacich povinné minimálne rezervy. ECB v snahe stabilizovať jednodňovú sadzbu Eonia zúžila začiatkom októbra 2008 koridor pre jednodňové obchody na požiadanie z 200 bázických bodov na 100 bázických bodov okolo kľúčovej sadzby pre hlavné refinančné operácie. V januári 2009 však pristúpila k opätovnému rozšíreniu tohto koridoru na pôvodných 200 bázických bodov. Pri poslednom znižovaní kľúčových sadzieb v máji 2009 opäť zúžila koridor na súčasných 150 bázických bodov, aby sa vyhla nulovej úrokovej sadzbe pre jednodňový vklad (aktuálne 0,25 %). BoE doplnila pôvodnú jednodňovú refinančnú operáciu, ktorú finančné inštitúcie využívali len zriedka kvôli potenciálnej strate reputácie, novými depozitnými a refinančnými operáciami. Išlo o jednodňové operácie, ktorých sadzby boli stanovené na ± 25 bázických bodov okolo menovo-politickej sadzby a ktorých účelom bolo zabezpečenie tlakov na jednodňovom trhu. BoJ v októbri 2008 predstavila novú doplnkovú facilitu s názvom Complementary Deposit Facility, prostredníctvom ktorej platí úroky z prebytočných rezerv. Výrazné rozšírenie refinančných objemov, ktorými centrálné banky pomáhajú prekonať domácim

komerčným bankám veľmi vypätú situáciu na finančných trhoch, sa prejavili v bilanciách centrálnych bánk.

Tabuľka č. 11

Prehľad nástrojov centrálnych bánk implementovaných od augusta 2007

	Zníženie kľúčových sadzieb	Poskytnutie likvidity na medzibankovom trhu	Priame nákupy aktív na finančnom trhu
Európska centrálna banka	zo 4,25 % v júli 2008 na 1,0 % v súčasnosti (7 znížení)	<ul style="list-style-type: none"> • Plné uspokojenie dopytu za fixnú sadzbu v refinančných operáciách • Rozšírenie objemu a splatností LTRO • Repo operácie v USD a CHF • Expanzia akceptovateľného kolaterálu 	<ul style="list-style-type: none"> • Covered Bond Purchase program
Federálny rezervný systém	z 5,25 % v júni 2006 na „target range“ 0,00 – 0,25 % v súčasnosti (10 znížení)	<ul style="list-style-type: none"> • Term Auction Facility • Primary Dealer Credit Facility • Term Securities Lending Facility • Remunerácia prebytočných rezerv • Swapové linky s centrálnymi bankami • Expanzia akceptovateľného kolaterálu 	<ul style="list-style-type: none"> • Asset-Backed Commercial Paper MMMF Liquidity Facility • Commercial Paper Funding Facility • Money Market Investor Funding Facility • Term Asset-Backed Securities Loan Facility • Priame nákupy MBS a dlhopisov vládnych agentúr • Priame nákupy vládnych cenrých papierov • Pomoc pri problémoch individuálnym bankám
Bank of England	z 5,75 % v júli 2007 na 0,50 % v súčasnosti (9 znížení)	<ul style="list-style-type: none"> • Rozšírenie poskytnutého objemu v LTRO • Discount Window Facility • Absorbovanie zdrojov prostredníctvom pokladničných poukážok BoE • Special Liquidity Scheme • Remunerácia prebytočných rezerv • Repo operácie v USD • Expanzia akceptovateľného kolaterálu 	<ul style="list-style-type: none"> • Asset Purchase Facility na nákup vládnych dlhopisov, komerčných papierov a korporátnych dlhopisov
Bank of Japan	z 0,50 % vo februári 2007 na 0,10 % v súčasnosti (2 zníženia)	<ul style="list-style-type: none"> • Poskytnutie dostatočnej likvidity na prelome kalendárneho a fiškálneho roka • Rozšírenie objemu nákupov JGBs • Remunerácia prebytočných rezerv (Supplementary Deposit Facility) • Repo operácie v USD • Expanzia akceptovateľného kolaterálu 	<ul style="list-style-type: none"> • Repo obchody s komerčnými papiermi • Special funds-supplying operations • Priame nákupy komerčných papierov a korporátnych dlhopisov • Priame nákupy akcií držaných finančnými inštitúciami • Podriadený dlh bankám

Zdroj : ECB

Záver

Cieľom diplomovej práce bolo analyzovať význam repo obchodov a ich úlohu v menovej politike jednotlivých centrálnych bánk. Hlavné nástroje majú podobu repo operácií prevádzaných formou tendrov. V tomto období, vrcholiacej hospodárskej a finančnej krízy, sa centrálné banky pomocou refinančných operácií snažia zmierniť negatívne následky krízy.

Využívaním neštandardných operácií zvyšujú národné banky množstvo peňazí v obeh, čím chcú oživiť ekonomiku svojich národných hospodárstiev, resp. ekonomických spoločenských. Je predpoklad, že trend nárastu objemu repo operácií na národných i medzinárodných trhoch bude naďalej pokračovať.

Finančná kríza sa však prejavila všeobecným poklesom dôvery na finančných trhoch, čím banky výrazne obmedzili ochotu požičiavať si navzájom voľné zdroje a zároveň sa výrazne zhoršili podmienky na repo trhu. Kríza mala za následok zhoršenie podmienok nielen na medzibankovom trhu, ale negatívne ovplyvnila aj domácnosti a firmy. Pre Európsku centrálnu banku je takáto situácia prvá skúška jednoty a pripravenosti zasahovať v náročných situáciách

Najdôležitejšou zmenou, ktorá sa dotkla realizácie menovej politiky na Slovensku je skutočnosť, že tak ako sa stalo Slovensko súčasťou eurozóny, naša národná banka sa stala súčasťou väčšieho celku – Eurosystemu. Rozhodovací proces sa presunul na pôdu Európskej centrálnej banky. Naďalej sa však podieľa na rozhodovacom procese, prostredníctvom guvernéra NBS, ktorý je aj členom Rady guvernérov ECB, kde má možnosť hlasovaním ovplyvňovať smerovanie menovej politiky eurozóny. Hlas guvernéra NBS má pri hlasovacom procese rovnakú váhu ako hlas guvernéra z inej národnej centrálnej banky. Možno v tejto súvislosti konštatovať, že rozhodovací proces sa presunul z Bratislavy do Frankfurtu nad Mohanom a Bankovú radu NBS nahradila v tomto procese Rada guvernérov ECB.

Zoznam použitej literatúry:

Knižné publikácie:

Jílek, J.: Moderní produkty REPO obchody, Praha : Grada Publishing, 1999 ISBN 80-7169-803-2

Chovancová, B.- Jankovská, A.- Kotlebová, J.- Šturc, B.,: Finančný trh :Nástroje, transakcie, inštitúcie, 2. vyd., Bratislava : Eurounion, 2002.ISBN 80-88984-31-9

Kotlebová, J.- Sobek, O. : Menová politika – Stratégie, inštitúcie a nástroje. IURA EDITION, 2007, ISBN 978-80-8078-092-0

Časopisy a periodiká:

BIATEC, roč.17, č.11/2007 ISSN 1335 - 0900,

BIATEC, roč.17, č.12/2007 ISSN 1335 – 0900,

BIATEC, roč.18, č. 3/2008 ISSN 1335 – 0900,

Správy o menovom vývoji v SR 2000 - 2008

Internetové stránky:

www.nbs.sk

www.ecb.int

www.finance.sk

www.federalreserve.com

www.etrend.sk