

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

Evidenčné číslo: 101007/B/2019/421000077734

TENDROVÉ OPERÁCIE S CENNÝMI PAPIERMI
V RÁMCI MENOVEJ POLITIKY EUROSYSTÉMU

Bakalárska práca

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

TENDROVÉ OPERÁCIE S CENNÝMI PAPIERMI
V RÁMCI MENOVEJ POLITIKY EUROSYSTÉMU

Bakalárska práca

Študijný program: Financie, bankovníctvo a investovanie

Študijný odbor: Financie, bankovníctvo a investovanie

Školiace pracovisko: Katedra bankovníctva a medzinárodných financií

Vedúci záverečnej práce: doc. Ing. Jana Kotlebová, PhD.

Pod'akovanie

Ďakujem mojej školiteľke doc. Ing. Jane Kotlebovej, PhD. za odbornú pomoc a usmernenie počas písania mojej bakalárskej práce, a v neposlednom rade za jej ochotu.

Čestné vyhlásenie

Čestne vyhlasujem, že bakalársku prácu s názvom: Tendrové operácie s cennými papiermi v rámci menovej politiky Eurosystému som vypracoval samostatne, na základe konzultácií a štúdia odbornej literatúry. Neporušil som autorský zákon a zoznam použitej literatúry som uviedol na príslušnom mieste.

Bratislava, 8. 5. 2019

.....

ABSTRAKT

NAGY, Adrián: *Tendrové operácie s cennými papiermi v rámci menovej politiky Eurosystemu*. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Národohospodárska fakulta; Katedra bankovníctva a medzinárodných financií. – Vedúci záverečnej práce: doc. Ing. Jana Kotlebová, PhD. – Bratislava: NHF EU, 2019, 57 s.

Cieľom záverečnej práce je vyhodnotiť možnosti vstupu do tendrových operácií na základe disponibilného kolaterálu, ako aj pozitíva a negatíva ich využitia vzhľadom na vývoj likvidity účastníka tendra ako aj krajiny/regiónu ako celku. Práca je rozdelená do 3 kapitol. Obsahuje 6 grafov, 1 tabuľku a 5 schém. V prvej kapitole sa venujeme vymedzeniu pojmov akými sú tender, cenný papier, kolaterál, aktíva, charakteristike vybraných operácií menovej politiky, druhov tendrov a opisujeme prínosy, resp. negatíva účasti v tendroch menovej politiky. Druhá kapitola je zameraná adresne na menovú politiku Eurozóny a využitie týchto nástrojov v rámci nej. Na záver, tretia kapitola opisuje reálne podmienky využitia tendrov, ich uplatňovanie a vývoj ich použitia počas pôsobenia Eurosystemu.

Kľúčové slová:

tender, tendrové operácie, cenné papiere, menová politika, aktíva, kolaterál, eurozóna, Eurosystem

ABSTRACT

NAGY, Adrián: *Tenders with Securities in Monetary Policy of Eurosystem*. – University of Economics in Bratislava. Faculty of National Economy; Department of Banking and International Finance. – Thesis Supervisor: assoc. prof Ing. Jana Kotlebová, PhD. – Bratislava: NHF EU, 2019, 57 p.

The aim of this thesis is to assess the possibilities of tenders on the basis of disposable collateral as well as positives and negatives of their usage considering the development of liquidity of tender's participant as well as country/region as a whole. The work is divided into three chapters, containing 6 graphs, 1 table and 5 schemes. In the first chapter we define the concept of tenders, securities, collateral and assets. Furthermore, we describe the main characteristics of some operations of monetary policy, each type of tenders and we interpret the advantages and disadvantages of participating in tender operations. Second chapter illustrates concrete features and tools of the monetary policy of Eurozone. At the end, the third chapter describes the procedures and steps in tendering process as well as assesses the usage of tenders during the operation of the Eurosystem.

Key words:

tender, tender operations, securities, monetary policy, assets, collateral, eurozone, Eurosystem

Obsah

Úvod	9
1. Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí	11
1.1 Tendre a cenné papiere.....	11
1.1.1 Druhy tendrov.....	15
1.1.1.1 Objemové tendre.....	16
1.1.1.2 Úrokové tendre.....	17
1.1.1.3 Holandská a americká forma obchodov	19
1.2 Kolaterál pre tendrové operácie v rámci menovej politiky	19
1.2.1 Akceptovateľné aktíva.....	20
1.3 Výhody a nevýhody zúčastnených strán v tendri.....	21
1.4 Prehľad štúdií vyhodnocujúcich využitie tendrov.....	24
2 Cieľ práce, metodika práce a metódy skúmania	29
3. Výsledky práce a diskusia	31
3.1 Tendre využívané v rámci operácií menovej politiky Eurosystemu	31
3.1.1 Štandardné tendre.....	31
3.1.2 Rýchle tendre	33
3.2 Využitie tendrov v menovej politike Eurosystemu	34
3.3 Akceptovateľné aktíva pre tendrové operácie v rámci menovej politiky Eurosystemu	35
3.3.1 Obchodovateľné aktíva	37
3.3.2 Neobchodovateľné aktíva	40
3.4 Akceptovateľné zmluvné strany tendrových operácií Eurosystemu	42
3.5 Postupy a operačné kroky tendrov	43
3.6 Využitie tendrov v menovej politike Eurosystemu	45
3.7 Využitie kolaterálu v menovej politike ECB	51
Záver	54
Zoznam použitej literatúry	56

Úvod

Tendre sú najvyužívanejšie formy obchodov v rámci menovej politiky Eurosystému, v ktorých sa na ich zabezpečenie, resp. kolaterizovanie využívajú vysoko kvalitné cenné papiere. Tieto obchody sú uskutočňované medzi centrálnymi bankami štátov eurozóny a jednotlivými komerčnými bankami eurozóny.

Predmetnú tému sme si zvolili jednak z dôvodu, že doteraz nebola bližšie odborne rozoberaná, ako aj z dôvodu opodstatnenosti využitia týchto operácií, ku ktorých aplikácii dochádza v priebehu štandardnej, ako aj neštandardnej menovej politiky.

Cieľom práce je analyzovať mechanizmus tendrov, ich bližšia špecifikácia a kategorizácia, resp. komparácia ich jednotlivých benefitov pri uplatňovaní menovej politiky. Okrem iného sa práca zameriava aj na vymedzenie kritérií akceptovateľných zmluvných strán v týchto obchodoch, ako aj na kvalifikáciu ich akceptovateľných aktív.

Práca je obsahovo rozdelená do troch hlavných kapitol, ktoré sú následne členené na jednotlivé podkapitoly, pričom tie bližšie rozoberajú predmetné témy. V úvodnej kapitole sa teoreticky zaoberáme súčasným stavom problematiky tendrových operácií. Uvádzame vymedzenie základných pojmov, akými sú tendre a cenné papiere, klasifikáciu tendrov a legitímnosť kolaterálu v rámci menovej politiky. Kapitola okrem iného, analyzuje aj výhody a nevýhody zúčastnených strán v tendroch, či už z pohľadu centrálnych alebo komerčných bánk. Záver kapitoly poskytuje prehľad štúdií vyhodnocujúcich využitie tendrov a vysvetľuje prepojenosť benefitov z pohľadu menovej politiky.

Druhá kapitola je praktickou časťou práce, ktorá priamo rieši problematiku v rámci menovej politiky Eurosystému. V rámci kapitoly skúmame mechanizmus, resp. fungovanie tendrov čo sa týka technickej stránky. Súčasťou kapitoly je aj prehľad operácií, v ktorých sú uplatňované tendre, ako formy týchto obchodov, kritériá a členenie jednotlivých aktív, slúžiacich ako zábezpeka operácií, ako aj vývoj využitia nástrojov, v rámci ktorých sú využívané tendre. Záver kapitoly poskytuje stručný prehľad postupov a operačných krokov tendrov.

Tretia a zároveň záverečná kapitola opisuje celkový vývoj situácie eurozóny od roku 1999 až 2018, a jednotlivé trendy vo vývoji objemov operácií alebo počtu úverových inštitúcií znázorňujú jednotlivé grafy a tabuľky.

1. Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

Tendrové operácie s cennými papiermi patria aj k najvýznamnejším formám operácií na voľnom trhu, ktoré vykonáva centrálna banka s cieľom naplnenia svojho mandátu. Bez konkretizovania a adresného vymedzenia môžeme konštatovať, že centrálné banky sa so svojim fungovaním snažia prispievať k udržaniu stability finančného systému ako celku, prispievajúc tak k stabilizácii celkového hospodárstva.

Tendre, ako forma operácií na voľnom trhu, patria k najvyužívanejším štandardným formám nástrojov menovej politiky, čím sa zabezpečuje efektívne fungovanie transmisného mechanizmu. Ten môžeme definovať ako proces menovej politiky, prostredníctvom ktorého sa dosahujú operatívne, sprostredkujúce a následne konečné menové ciele centrálnej banky.

Podstatou týchto operácií je súťažné prostredie, ktoré zvyšuje konkurenciu, zlepšuje voľnú súťaž a transparentnosť. Je to prejav slobodného prístupu k trhu, to znamená, že dobrovoľnosť vstupu akceptovateľných subjektov je hlavným charakteristickým znakom týchto operácií.

Pre pochopenie riešenej problematiky je dôležité najprv vymedziť základnú terminológiu ako tender a cenný papier.

1.1 Tendre a cenné papiere

Vlachynský a kolektív (2012) definuje vo všeobecnosti tender ako verejnú súťaž, ktorá je vyhlasovaná na predaj majetku (v tomto prípade cenných papierov). Tvrdí, že vypisovateľ daného tendra určuje podmienky predaja, ktoré zvyčajne obsahujú aj minimálnu akceptovateľnú cenu a môžu zahŕňať aj právo vypisovateľa neprijíť žiadnu z ponúk.

Podľa Kotlebovej (2007) môžeme zjednodušene povedať, že tender predstavuje určitú systematickú prípravu budúceho obchodu.

Chovancová a kolektív (2016) sa v literatúre *Finančné trhy, nástroje a transakcie* zmieňujú o tendri ako o forme, ktorou sa v súčasnosti vykonávajú takmer všetky operácie na voľnom trhu.

Jílek (2013) vo svojom diele v zásade rozlišuje tendre na štandardné, rýchle a na bilaterálne postupy.

Na základe Usmernenia Európskej centrálnej banky (EÚ) 2015/510 z 19. decembra 2014 o vykonávaní rámca menovej politiky Eurosystému (ECB/2014/60) tendrom sa rozumie postup, pri ktorom je likvidita dodávaná alebo sťahovaná z trhu Eurosystémom, pričom národné centrálné banky vykonávajú obchody tým, že prijímajú ponuky zmluvných strán predložené po verejnom vyhlásení.

V súčasnosti zákon č. 566/2001 Z. z. z 9. novembra 2001 o cenných papieroch a investičných službách (zákon o cenných papieroch) v §2 definuje cenný papier ako „peniazmi oceniteľný zápis v zákonom ustanovenej podobe a forme, s ktorým sú spojené práva podľa tohto zákona a práva podľa osobitných zákonov, najmä oprávnenie požadovať určité majetkové plnenie alebo vykonávať určité práva voči zákonom určeným osobám.“ (§2 zákona č. 566/2001 Z. z.), a komplexne zastrešuje sústavu cenných papierov. Celkovo ich vymedzuje dvadsať, avšak predmetom tendrových operácií s cennými papiermi prebiehajúcich medzi komerčnými bankami a centrálnou bankou sú len určité druhy vysokokvalitných cenných papierov.

Podľa Tkáčovej (2017) sú cenné papiere finančné aktíva predstavujúce najtypickejšie nástroje používané na finančnom trhu. Považuje ich za dôležité z pohľadu realizácie finančných investícií v ekonomike, keďže ich prostredníctvom dochádza k alokácii peňažných prostriedkov od subjektov s prebytkom k subjektom, ktoré majú dočasný nedostatok zdrojov.

Chovancová a kolektív (2016) vyzdvihujú dôležitosť vymedzenia pojmu cenný papier z právneho a ekonomického aspektu. Z právneho aspektu definujú cenné papiere na základe už hore uvedeného zákona č. 566/2001 Z.z. o cenných papieroch a investičných službách. Z hľadiska ekonomického sa zmieňujú o cennom papieri ako o osobitnej majetkovej hodnote, ktorá svojím fungovaním na finančných trhoch umožňuje premenu peňazí na kapitál.

Na základe definície Vlachynského a kolektívu (2012), cenný papier vyjadruje právny nárok jeho majiteľa voči subjektu, ktorý ho vydal a je ním zaviazaný. Podľa druhu rozlišuje majetkové cenné papiere, ktoré vyjadrujú vlastnícky vzťah majiteľa cenného papiera (akcie, podielové listy), a úverové cenné papiere (zmenky, pokladničné poukážky, depozitné certifikáty, obligácie).

Tendrové operácie s cennými papiermi v rámci menovej politiky sa na medzibankovom trhu vyhlasujú centrálnou bankou, a protistranami sú komerčné banky so zámerom dosiahnuť príslušný cieľ menovej politiky centrálnej banky. Akceptovateľnosť komerčných bánk ako zmluvných strán vyhodnocujú národné centrálné banky na základe troch kritérií:

- a.) *„dodržiavanie povinných minimálnych rezerv (PMR) definovaných Eurosystémom,*
- b.) *podliehanie aspoň jednej inštitúcii s kompetenciou národného dohľadu nad finančným trhom,*
- c.) *zabezpečenie všetkých prevádzkových činností a majetkových vyrovnaní operácií menovej politiky v eurozóne.“¹*

Ako bolo už uvedené, tendre sa využívajú najmä v operáciách na voľnom trhu v rámci menovej politiky. Operácie na voľnom trhu sa považujú za operatívne a permanentne pôsobiace menové nástroje. V zásade tieto operácie tvoria operácie s cennými papiermi. Revenda (2011) uvádza že prostredníctvom týchto operácií sú medzi centrálnou bankou a komerčnými bankami obchodované len štátne dlhopisy, vlastné dlhové cenné papiere centrálnej banky a vopred stanovené aktíva centrálnou bankou.

Lisý a kol. uvádzajú, že *„ich podstata spočíva v nákupe alebo predaji štátnych cenných papierov centrálnou bankou, čím sa zvyšuje alebo znižuje ponuka peňazí, a teda zlacňuje alebo zdražuje úver.“²*

Zaraďujeme ich medzi nepriame nástroje menovej politiky a môžeme ich rozlišovať podľa:

- a.) formy
- b.) vplyvu na operatívne kritérium
- c.) cieľov, pravidelnosti a postupov
- d.) časového procesu

¹ TKÁČOVÁ, Dana a kol. *Finančné trhy a bankovníctvo*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2017. s. 51. ISBN 978-80-7552-528-4.

² LISÝ, Ján a kol. *Ekonomía*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2011. s. 528. ISBN 978-80-8078-406-5.

e.) pevnosti/pohyblivosti úrokovej sadzby

f.) spôsobu uspokojovania zúčastnených strán.

Podľa Kotlebovej (2007) majú operácie na voľnom trhu dve zásadné formy, a to:

- **aktívne operácie na voľnom trhu**, kde sa centrálna banka snaží formovať peňažný trh s cieľom zmeniť menovú bázu.
- **vynútené operácie na voľnom trhu**, kde sa centrálna banka snaží eliminovať negatívne tlaky na peňažný trh, ktoré mohli byť spôsobené inými subjektmi alebo faktormi.

Pri členení operácií na voľnom trhu podľa ich typu kladieme dôraz na ich vplyv na operatívne kritérium menovej politiky. Sledujeme ako pôsobia jednotlivé obchody na úrokovú sadzbu a menovú bázu. Na základe tohto rozlišujeme:

- **Priame operácie** - Centrálna banka priamo nakúpi alebo predá cenné papiere. Zjednodušene povedané, pri nákupe cenných papierov centrálnou bankou od komerčných bánk menová báza rastie a dôsledkom toho úroková sadzba klesá. Naopak, keď centrálna banka predáva cenné papiere komerčným bankám, menová báza klesá a úroková sadzba rastie. Tu hovoríme o dodávaní a sťahovaní likvidity z trhu centrálnou bankou.

Keďže cenné papiere sú predávané za istú cenu, tým že zaň zaplatí centrálna banka, dodá peniaze (likviditu) komerčným bankám. Komerčné banky sa tak dostanú k likvidným prostriedkom, ktoré použijú na ich predmet podnikania. Keď centrálna banka predáva cenné papiere, komerčné banky tým, že zaplatia istú sumu nakupovaných aktív, vzdávajú sa istých rezerv, ktoré by slúžili na ich podnikanie a tým sa menová báza na trhu zníži, teda klesne množstvo likvidných prostriedkov na trhu.

- **Repo operácie** - Pri týchto operáciách sa centrálna banka snaží o dočasný pokles alebo dočasný rast menovej bázy. Ide tu vlastne o obojsmerné operácie na voľnom trhu, kedy centrálna banka nakupuje od obchodných bánk cenné papiere, s tým že sa obchodné banky zaväzujú po stanovenom čase opäť odkúpiť tieto cenné papiere. Podľa Vlachynského a kol. *repo obchody predstavujú vlastne krátkodobý úver poskytnutý obchodným bankám, ktorý je zabezpečený štátnymi*

*cennými papiermi.*³ Tieto obchody sa uskutočňujú prostredníctvom repo tendrov za určitých vopred stanovených podmienok, pri ktorých rozlišujeme *jednoduché repo obchody* (predaj a neskorší nákup cenných papierov) a *reverzné repo operácie* (nákup a neskorší predaj cenných papierov). Tkáčová a kolektív v diele *Finančné trhy a bankovníctvo* opisujú trh repo obchodov ako trh zabezpečených obchodov, kde „úverové inštitúcie si vymieňajú krátkodobú likviditu zabezpečenú kolaterálom. Využitie zabezpečených a nezabezpečených obchodov spočíva v riadení hotovostných pozícií účastníkov trhu, ide predovšetkým o krátkodobú splatnosť.“⁴

- **Switch operácie** –Poznáme switch operácie s *give-up* úrokovým rozdielom a s *pick-up* úrokovým rozdielom. Pri týchto operáciách sa veľkosť menovej bázy nemení, keďže centrálna banka pri týchto operáciách mení len štruktúru splatnosti cenných papierov. Prostredníctvom *give-up* úrokového rozdielu centrálna banka predá cenný papier s dlhšou lehotou splatnosti za nižšiu cenu, resp. vyšším úrokom a súčasne kúpi tento cenný papier s kratšou lehotou splatnosti obvykle za vyššiu cenu, resp. s nižším úrokom. Naopak, prostredníctvom *pick-up* úrokového rozdielu centrálna banka predáva cenný papier s kratšou lehotou splatnosti za vyššiu cenu, resp. nižším úrokom a súčasne kúpi tento cenný papier s dlhšou lehotou splatnosti za nižšiu cenu, resp. s vyšším úrokom.

1.1.1 Druhy tendrov

V tomto členení rozlišujeme tendre s pevnou úrokovou sadzbou, ktoré sa tiež nazývajú ako *objemové tendre* a tendre s pohyblivou úrokovou sadzbou, nazývané tiež ako *úrokové tendre*. Vlachynský a kolektív definujú tender s pevnou úrokovou sadzbou ako „*tender, v ktorom národná centrálna banka vopred určí úrokovú sadzbu a zúčastnené zmluvné strany ponúkajú objem peňazí, s ktorým chcú obchodovať pri takto určenej úrokovej sadzbe*“ a tender s pohyblivou úrokovou sadzbou ako „*tender, v ktorom zmluvné strany ponúkajú jednak objem peňazí,*

³ VLACHYNSKÝ, Ján a kol. *Finančný slovník výkladový*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2012. s. 376. ISBN 987-80-8078-469-0.

⁴ TKÁČOVÁ, Dana a kol. *Finančné trhy a bankovníctvo*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2017. s. 54. ISBN 978-80-7552-528-4.

*s ktorým chcú obchodovať s centrálnou bankou, jednak úrokovú sadzbu, za ktorú chcú uzavrieť obchod.*⁵

1.1.1.1 Objemové tendre

V rámci objemových tendrov centrálna banka určuje jednu pevnú úrokovú sadzbu, pri ktorej bude obchod realizovaný a zmluvné strany ponúknu objem, s ktorým chcú pri tejto stanovenej sadzbe obchodovať. Pri týchto obchodoch sa objem ponúknutý zmluvnými stranami uspokojuje do výšky ich percentuálneho podielu k celkovému stanovenému objemu centrálnou bankou. Tento percentuálny podiel teda predstavuje percento ich uspokojenia.

Príklad:

Európska centrálna banka vyhlási, že ide dopĺňovať likviditu na trh v objeme 250 mil. EUR prostredníctvom tendra s pevnou úrokovou sadzbou. Znamená to, že ECB má v záujme odkúpiť cenné papiere v celkovej sume 250 mil. EUR od komerčných bánk. Na tendri sa zúčastnia štyria obchodní partneri Eurosystemu: banka A ponúka 90 mil. EUR, tzn. je schopná predať cenné papiere v hodnote 90 mil. EUR. Ďalej banka B – 110 mil. EUR, banka C – 80 mil. EUR a banka D – 190 mil. EUR.

Celkový objem ponuky = 90 mil. EUR + 110 mil. EUR + 80 mil. EUR + 190 mil. EUR

Celkový objem ponuky = 470 mil. EUR

Teoreticky by sme mohli povedať, že finančný trh na základe ponúk subjektov zúčastňujúcich sa tohto tendra, by mal byť doplnený s likvidnými prostriedkami v hodnote 470 mil. EUR. V tomto prípade by bol každý zúčastnený obchodný partner uspokojený na sto percent, avšak centrálna banka iniciovala obchod len v hodnote 250 mil. EUR. Percento pridelenia nám vypovedá, v akej miere bude celkový dopyt finančného trhu po likvidných prostriedkoch uspokojený.

Percento pridelenia

$$[(250 / (90 + 110 + 80 + 190)) \times 100] = \mathbf{53,19 \%}$$

Celkový pridelený objem

⁵ VLACHYNSKÝ, Ján a kol. *Finančný slovník výkladový*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2012. s. 436. ISBN 987-80-8078-469-0.

Banka A = 90 mil. x 0,5319 = **47,87 mil. EUR**

Banka B = 110 mil. x 0,5319 = **58,52 mil. EUR**

Banka C = 80 mil. x 0,5319 = **42,55 mil. EUR**

Banka D = 190 mil. x 0,5319 = **101,06 mil. EUR**

V tomto tendri centrálna banka na základe percentuálneho podielu na celkovom ponúknutom objeme nakúpi cenné papiere od banky A v hodnote **47,87 mil. EUR** (53,19 % z 90 mil. EUR), od banky B v hodnote **58,52 mil. EUR** (53,19 % z 110 mil. EUR), od banky C v hodnote **42,55 mil. EUR** (53,19 % z 80 mil. EUR) a od banky D v hodnote **101,06 mil. EUR** (53,19 % z 190 mil. EUR).

1.1.1.2 Úrokové tendre

Pri týchto typoch tendrov sa neudáva jedna pevná úroková sadzba, ale komerčné banky súťažia ich ponúkanou resp. prihlásenou úrokovou sadzbou do tendra. Tieto ponuky sa zoraďujú podľa ponúkaných úrokových sadzieb.

Je potreba rozlišovať, či centrálna banka mieni dodať alebo stiahnuť (odčerpať) likviditu z trhu. Ak sa centrálna banka rozhodne dodať likviditu na trh, bude odkupovať cenné papiere (dlhové certifikáty) od zmluvných partnerov (komerčných bánk). Ponuky bánk budú zoradené od najvyššej po najnižšiu úrokovú sadzbu bez ohľadu na jednotlivé objemy. Celkový postup tendrových obchodov s pohyblivou úrokovou sadzbou si vysvetlíme na jednoduchom príklade.

Príklad:

Európska centrálna banka sa rozhodne doplniť likviditu na trhu v objeme 190 mil. EUR prostredníctvom vyhlásenia tendra reverzného repo obchodu s pohyblivou úrokovou sadzbou. Tendra sa zúčastnia tri komerčné banky, ktoré ponúknu na predaj cenné papiere v rôznych objemoch podľa výšky vypísaných

úrokových sadzieb. Ponúkané objemy sú nasledovné:

Úroková sadzba v %	Objem v mil. EUR				
	banka A	banka B	banka C	spolu	kumulatívne
2,90	0	1	0	1	1
2,89	3	2	6	11	12
2,88	5	4	7	16	28
2,87	6	5	9	20	48
2,86	6	8	15	29	77
2,85	11	8	18	37	114
2,84	14	13	20	47	161
2,83	15	16	24	55	216
2,82	16	21	25	62	278
2,81	16	23	26	65	343
Spolu	92	101	150	343	x

Ako môžeme vidieť, celkový objem ponuky troch zúčastnených zmluvných strán (343 mil. EUR) presahuje pôvodný objem (190 mil. EUR), stanovený centrálnou bankou na dodanie likvidity.

V tomto prípade centrálna banka určí hraničnú úrokovú sadzbu pri kumulatívnom objeme troch bánk, ktorý presahuje 190 mil. EUR. Môžeme vidieť že táto hraničná úroková sadzba tu bude 2,83 %. Všetky ponuky nad 2,83 % budú uspokojené v plnom rozsahu, čiže centrálna banka nakúpi cenné papiere od týchto bánk do 161 mil. EUR v plnom rozsahu a ponuky pri hraničnej úrokovej miere budú uspokojené na základe percenta pridelenia pri tejto úrokovej miere.

Percento pridelenia pri hraničnej úrokovej miere : $[(190-161)/55] \times 100 = 52,73$ %.

Čiže centrálna banka nakúpi cenné papiere od banky A do výšky úrokovej sadzby 2,84 % v plnom ponúknutom objeme, a pri hraničnej sadzbe 2,83 % nakúpi cenné papiere v objeme **7,91 mil. EUR** (52,73 % z 15 mil. EUR). Tak isto zaobchádza pri banke B a banke C, čiže do 2,84 % od nich nakúpi cenné papiere v plnom objeme, a pri 2,83 %-nej úrokovej sadzbe od banky B nakúpi cenné papiere v objeme **8,44 mil. EUR** (52,73 % z 16 mil. EUR) a od banky C v objeme **12,65 mil. EUR** (52,73 % z 24 mil. EUR).

Centrálna banka rozhoduje, či v rámci obchodov, či už na stiahnutie alebo dodanie likvidity použije úrokové sadzby podľa jednotlivých ponúk zmluvných

strán, alebo určí jednotnú úrokovú sadzbu pre nakupované, resp. predávané cenné papiere. Tieto možnosti určenia úrokových sadzieb si objasníme v nasledujúcom členení.

1.1.1.3 Holandská a americká forma obchodov

Kotlebová (2007) vo svojej literatúre v zásade rozlišuje dva spôsoby uspokojovania zmluvných strán, pričom tieto sa môžu uplatňovať iba v prípade tendrov s pohyblivou úrokovou sadzbou. Sú to:

- **Holandský/á tender/aukcia** – Nazývaný tiež tendrom s jednotnou sadzbou. Pri tejto forme sa prideľovaná úroková sadzba, uplatňovaná na všetky uspokojené ponuky rovná hraničnej úrokovej sadzbe. Čiže centrálna banka nakúpi/predá celkový objem cenných papierov s výškou úrokovej sadzby rovnajúcej sa tej hraničnej, bez ohľadu na individuálne ponúknuté úrokové sadzby.
- **Americký/á tender/aukcia** – Pri tomto type tendrov sa uspokojujú ponuky podľa individuálnych úrokových sadzieb (objem ponuky v jednotlivých úrovniach).

1.2 Kolaterál pre tendrové operácie v rámci menovej politiky

Definícia pojmu „kolaterál“ vo Finančnom slovníku výkladovom je uvedená ako „*majetok poskytnutý dlžníkom ako záloha veriteľovi. Pri nesplnení záväzku má veriteľ právo uplatniť svoju pohľadávku na ťarchu kolaterálu. Na finančnom trhu sa ako kolaterál označuje štandardné depozitum, ktoré burza požaduje od klientov ako zábezpeku splnenia ich záväzkov plynúcich z uzatvorených kontaktov.*“⁶

Tkáčová a kolektív uvádzajú, že „úverové transakcie Eurosystemu, teda transakcie, ktoré dodávajú likviditu, musia byť adekvátne zabezpečené – založené primeranou zábezpekou, kolaterálom. Eurosystem hodnotí akceptovateľnosť jednotlivých druhov finančných aktív, tzv. akceptovateľné aktíva podľa stanoveného súboru kritérií.“⁷ Ďalej uvádzajú, že hodnotené aktíva môžu byť použité ako

⁶ VLACHYNSKÝ, Ján a kol. *Finančný slovník výkladový*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2012. s. 211. ISBN 987-80-8078-469-0.

⁷ TKÁČOVÁ, Dana a kol. *Finančné trhy a bankovníctvo*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2017. s. 51. ISBN 978-80-7552-528-4.

zábezpeka pri refinančných operáciách, respektíve môžu byť aj predmetom priamych obchodov.

Z uvedeného vyplýva, že národné centrálné banky sú oprávnené vykonávať len zabezpečené úverové operácie menovej politiky Eurosystému, pričom predmetom zábezpeky môžu byť len akceptovateľné aktíva. V prípade, že sú akceptovateľné aktíva určené ako zábezpeka riadená združovaním zábezpek (tzv. pooling), platí, že celková hodnota zábezpek po všetkých zrážkach musí byť vyššia alebo rovná celkovej hodnote úverových obchodov vrátane úrokov. Za zábezpeku sú považované tak domáce ako aj zahraničné akceptovateľné aktíva používané zmluvnými stranami, bez ohľadu na to, či ide o obchodovateľné alebo neobchodovateľné na regulovaných trhoch.

Pre potrebu exaktnosti je nevyhnutné vymedziť čo presne rozumieme pod pojmom akceptovateľné aktíva.

1.2.1 Akceptovateľné aktíva

Čisto z účtovnej perspektívy sú aktíva definované ako „*ekonomické prostriedky, ktoré sú výsledkom minulých udalostí, od ktorých sa očakáva, že v budúcnosti povedú k zvýšeniu ekonomických úžitkov.*“⁸

Akceptovateľné aktíva považujeme za základné, tzv. podkladové aktíva, ktoré sú použité v priamych operáciách alebo slúžia ako zábezpeka v operáciách menovej politiky, pričom musia spĺňať vopred určené a harmonizované kritériá akceptovateľnosti určené Eurosystémom.

Zaraďujeme ich do nasledovných skupín:

- a.) Dlhové cenné papiere obchodované na regulovaných trhoch, resp. na iných porovnateľných trhoch pre finančné nástroje. Centrálna banka má ako jediná právo na ich uznanie na základe kritérií akceptovateľnosti pre neregulované trhy. Patria sem:
 - cenné papiere kryté aktívami

⁸ ŠLOSÁROVÁ, Anna a kol. *Účtovníctvo*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2011. s. 29. ISBN 978-80-8078-418-8.

- dlhopisy kryté aktívami
 - dlhové certifikáty vydané Eurosystemom
- b.) Dlhové aktíva, ktorými môžu byť úverové pohľadávky alebo hypotekárnymi úvermi kryté dlhové retailové aktíva (Retail Mortgage Backed Debt Securities – RMBDS) neobchodované na regulovaných trhoch, resp. na iných porovnateľných trhoch pre finančné nástroje, ktoré uznáva centrálna banka podľa kritérií akceptovateľnosti pre neregulované trhy. Patria sem:
- úverové pohľadávky
 - terminované vklady
 - retailové hypotekárne záložné dlhové nástroje

Národné centrálné banky Eurosystemu sú oprávnené poskytovať zmluvným stranám informácie o akceptovateľnosti aktív obchodovaných na regulovanom trhu výlučne po ich zverejnení vykonanom centrálnou bankou a o akceptovateľnosti aktív neobchodovaných na regulovanom trhu výlučne po ich prijatí ako zábezpeky v operáciách vykonaných v mene Eurosystemu.

1.3 Výhody a nevýhody zúčastnených strán v tendri

Pri ohlásení budúceho obchodu v rámci tendra centrálna banka zverejní objem obchodu a spôsob uspokojovania. To, že akým spôsobom budú zainteresované zmluvné strany uspokojované, vo veľkej miere rozhoduje o výhodách, resp. nevýhodách ich obchodov. V predošlej kapitole sme zadefinovali jednotlivé spôsoby uspokojovania ponúk komerčných bánk, teraz opíšeme ich vplyv na postavenie v rámci obchodu. Je potrebné rozlišovať o aký obchod ide, a podľa toho posudzovať, aké výhody a nevýhody vznikajú zúčastneným stranám.

V hlavnom delení operácií na operácie refinančné (dodanie likvidity), resp. sterilizačné (zníženie likvidity) musíme konštatovať, že komerčné banky sa rozhodujú autonómne o ich možnej účasti. Robia tak sledujúc získanie dodatočnej likvidity s cieľom použiť ju na chod podnikania, alebo naopak pri kúpe cenných papierov sa rozhodujú vychádzajúc z investičných zámerov. Každopádne to, že akou formou sa bude obchod realizovať a uspokojovať, vo veľkej miere ovplyvňuje ich rozhodovanie.

Ak ide o obchod, pri ktorom sa cieli doplnenie likvidných prostriedkov na trh, komerčné banky uprednostňujú uspokojovanie ponúk holandskou formou, t.j. centrálna banka odkúpi od komerčných bánk cenné papiere v plnom ponúkanom objeme do výšky limitu, ale s určením úrokovej sadzby na najnižšej ponúknutej úrovni, čiže na úrovni hraničnej úrokovej sadzby. Tak sa komerčné banky dostávajú do pozície, kde získajú prostriedky za najnižšie možné úroky v rámci ohláseného obchodu, čo sa považuje za ich výhodu. Ak by centrálna banka volila americkú formu uspokojovania, nakúpila by cenné papiere z každej ponúknutej úrovne s príslušnými vyššími úrokovými sadzbami, čo by znamenalo aj vyššie výnosy pri splatnosti obchodu.

Naopak, ak centrálna banka ohlási stiahnutie likvidity z trhu, komerčné banky budú mať zámer získať najvyššie výnosy z uloženia likvidity do centrálnej banky, pričom výnos im plyní len z jej uloženia. Pri týchto typoch operácií je dôležité poznamenať, že tu nejde o reálny predaj, resp. nákup cenných papierov, ale tie sa používajú len ako tzv. kolaterál zabezpečujúci riziko operácie. Opäť by uprednostnili holandskú formu uspokojovania, keďže sú ponuky predkladané vzostupne podľa rastúcich úrokových sadzieb, a tak sa hraničná úroková miera ustanoví na najvyššej úrovni úrokovej sadzby kde je už dosahovaný limit objemu obchodu. Tak by boli v pozícií, kde by získali vyššie výnosy z nakúpených aktív.

Je dôležité taktiež zvážiť výhody a nevýhody tendrových operácií pre centrálnu banku z pohľadu danej menovej politiky. Keďže centrálna banka sú v pozícii priamych vykonávateľov nastavenej menovej politiky s jediným poslaním, a to naplniť jej ciele udávané Eurosystemom, o priamych nevýhodách tendrových operácií s cennými papiermi by sme hovorili, keby sa týmito operáciami stanovené ciele nedosahovali. Vo všeobecnosti môžeme povedať, že centrálna banka prostredníctvom nástrojov menovej politiky a postupným napĺňaním operačných a sprostredkujúcich cieľov sledujú dosiahnutie konečného cieľa, a to zaistenie cenovej stability. Tá prispieva k tvorbe stabilného prostredia pre rozvoj podnikateľských aktivít ktorý vytvára priestor pre udržateľný hospodársky vývoj.

Avšak pri zvažovaní výhod a nevýhod týchto operácií pre centrálnu banku budeme vychádzať podobne z jednotlivých foriem týchto obchodov, ako sme to urobili z pohľadu samotných komerčných bánk vystupujúcich ako priami zmluvní

partneri. Znamená to, výhody a nevýhody centrálnej banky budú závisieť na tom, akú formu uspokojovania obchodov zvolí. Pri vyhlásení obchodu prostredníctvom úrokového tendra sa bude rozhodovať medzi americkou a holandskou formou uspokojovania.

Ak sa centrálna banka rozhodne o doplnenie likvidity na trh, výhodnejšia forma uspokojovania pre ňu bude americká, keďže po uplynutí splatnosti cenných papierov poskytnutých ako zábezpeka obchodu, budú musieť komerčné banky splatiť úroky na základe úrovni úrokových sadzieb, podľa ktorých sa o ponuke rozhodovali. To znamená, že výnosy centrálnej banky budú vyššie odvíjajúc sa od výšky úrokových sadzieb. Naopak, ak sa centrálna banka rozhodne o holandskej forme uspokojovania pri dodávaní likvidity, zvolí sa jedna úroková sadzba rovnajúca sa hraničnej úrokovej sadzby, tým pádom po uplynutí splatnosti zaplatia komerčné banky najnižší úrok za celkové množstvo dodanej likvidity.

V prípade sterilizačných operácií (sťahovanie likvidity) si komerčné banky uložia likvidné prostriedky na účty centrálnej banky s cieľom dosiahnuť výnos z uloženia peňažných prostriedkov, prostredníctvom úrokových sadzieb určených centrálnou bankou. Taktiež sa ako zábezpeka týchto operácií použijú cenné papiere s určitými výškami úrokových sadzieb. Centrálna banka by pri týchto operáciách mala uprednostniť taktiež americkú formu uspokojovania, keďže po uplynutí splatnosti musí spätne dodať likviditu uloženú na jej účtoch komerčným bankám aj s pripísanými úrokmi. Keďže sú úrokové sadzby v tendry vyhlásenom na sťahovanie likvidity zaradené do jednotlivých úrovní vzostupne, pri americkej forme uspokojovania centrálna banka pripisuje úroky k jednotlivým množstvám v jednotlivých úrovni. To znamená, že komerčným bankám nebude vrátené uložené množstvo likvidných prostriedkov s možným najvyšším výnosom plynúcim z najvyššej úrokovej sadzby (rovnajúcej sa tej hraničnej), ale výnosy budú tvoriť úroky z jednotlivých úrovní tendra, ktoré majú úrokové sadzby nižšie než hraničná úroková sadzba. Teoreticky by komerčné banky dosiahli vyššie výnosy, ak by sa uplatnila hraničná úroková sadzba na celkové množstvo uložených prostriedkov. V tom prípade by to z čisto ekonomického pohľadu pre centrálnu banku bolo nevýhodné, keďže by mala vrátiť peňažné prostriedky aj s vyšším výnosom zmluvným stranám, t.j. komerčným bankám. Cieľom centrálnej banky však nie je dosahovanie zisku.

1.4 Prehľad štúdií vyhodnocujúcich využitie tendrov

Táto časť práce je zameraná na podstatu tendra, ako formy obchodov. Preto sme do úvahy nebrali adresne len tendrové operácie vykonávané Eurosystemom, ale zamerali sme sa hlavne na štúdie, publikácie a články vyhodnocujúce benefity a efektivitu využitia tendrov. Za dôležité sme považovali opodstatnenosť tendrov v širokospektrálnom uplatnení, a skutočnosť, že je to najefektívnejšia forma obchodov čo sa týka konkurencieschopnosti. Cieľom prehľadu štúdií o tendroch by malo byť zistenie, že tendre sú najlepšou alternatívnou formou obchodov medzi národnými a komerčnými bankami.

Ruven Eul sa vo svojom článku „*Why is tendering becoming important?*“⁹ (2019) zmieňuje o tendroch, ako o špecifickej forme centralizovaného obstarávania a vyzdvihuje niekoľko predností využitia tendrov. Ako prvé uvádza **vplyv súťaženía zapojených subjektov na konečnú cenu produktu** (v prípade tendrových operácií na medzibankovom trhu považujeme za produkt likviditu, a cena likvidity je vyjadrená úrokovou sadzbou), ktoré vedie v konečnom dôsledku k zníženiu ceny. Ďalej jednoznačne vyzdvihuje **vytváranie umelého konkurenčného prostredia** v ktorom subjekty súťažia, čo vedie k efektívnejšej alokácii zdrojov. Na záver uvádza **zvýšený súlad a transparentnosť** tejto formy obchodov, keďže sú ponuky v tendroch zverejnené a aj celkový proces výberu je podrobný.

V článku „*Characteristics and Benefits of the Tendering Process*“¹⁰ (2018) od spoločnosti Bid Detail sa dozvieme tiež viacero výhod tendrov. Za dôležité považuje **menší priestor pre nepotizmus/rodinkárstvo alebo akýkoľvek typ znevýhodnenia jednotlivých subjektov**, keďže vyhodnotenie/výber zúčastnených strán je verejný proces. **Podpora hospodárskej súťaže** je ďalším pozitívom, ktoré vytvára väčší konkurencieschopný trh. Je to z dôvodu veľkého počtu uchádzačov v tendri, čo speje v konečnom dôsledku k zníženiu neefektívnosti a zlepšeniu kvality subjektov. **Ľahší vstup** na trh je tiež dôsledkom verejných súťaží. Tie uľahčujú a zjednodušujú vstup nových subjektov na trh, keďže v rámci tohto

⁹ EUL, Ruven Remo. Why is tendering becoming so important?. 15.2.2019. Internetový článok, dostupný na: <http://blog.highpointsolutions.com/why-is-tendering-becoming-so-important>.

¹⁰ BID, Detail (incorp.). Characteristics and Benefits of the Tendering Process. 17.4.2018. Internetový článok, dostupný na : <https://medium.com/@bid.detail01/characteristics-and-benefits-of-the-tendering-process-b5782030d027>

systému sa zmluvy uzatvárajú na základe vopred stanovených objektívnych kritérií. Tento proces tak pomáha aj firmám, nedisponujúcim tak veľkou ekonomickou silou, aby úspešne navýšili možnosti svojho podnikania.

Lucia Kasenčáková vo svojej publikácii *„Hra o tendre alebo kartelové dohody vo verejnom obstarávaní (Bid rigging)“*¹¹ uvádza **motiváciu zúčastnených strán súťažiť**, ktorá vedie k **pozitívnej stimulácii podmienok súťaže v klasickom trhovom prostredí**. Základnou podmienkou existencie konkurenčného tlaku vo verejnom obstarávaní je **podávanie nezávislých súťažných ponúk** zmluvných strán. Pod nezávislosťou zmluvných strán autorka článku rozumie to, že by sa subjekty zúčastňujúce v tendri nemali vzájomne kontaktovať. Viedlo by to k ovplyvňovaniu správania sa subjektov, čo spôsobuje zúženie konkurenčného prostredia resp. vylúčenie hospodárskej súťaže v tendri. Vyzdvihuje dôležitosť vopred určených pravidiel obstarávania, bez ktorých sú pozitívne výsledky ťažko dosiahnuteľné.

Andrea Schelleová vo svojej publikácii *„Bid rigging, nebo-li zakázaná dohoda mezi uchazeči o veřejnou zakázku“*¹² tiež považuje zainteresovanosť dozorných orgánov a ich dôkladnosť preventívnej povinnosti s cieľom eliminovať nezákonné súťaženie/jednanie zúčastnených strán v tendri za kľúčové z pohľadu efektívneho využitia verejných obstarávaní.

Wendell Cox a Jean Love v publikácii *„International experience in competitive tendering“*¹³ píše o ekonomike konkurenčného verejného obstarávania a za základnú výhodu výberového konania považujú **šetrenie peňazí**, prínos **konkurenčných stimulov a znižovanie nákladov**. Výberové konanie resp. využívanie tendrov šetrí peniaze nie kvôli tomu, že by bol súkromný sektor nadriadený tomu verejnému (v prípade operácií na medzibankovom trhu komerčné banky tým národným/centrálным bankám), ale preto, lebo konkurencia vedie k zníženým nákladom.

¹¹ KASENČÁKOVÁ, Lucia. Hra o tendre alebo kartelové dohody vo verejnom obstarávaní (Bid Rigging). 13.3.2017. Dostupné na : https://www.antimon.gov.sk/data/files/716_kartelove-dohody-vo-verejnom-obstaravani_kasencakova.pdf

¹² SCHELLEOVÁ, Andrea. Bid rigging nebo-li zakázaná dohoda mezi uchazeči o veřejnou zakázku. *Antitrust: časopis pro právo hospodářské soutěže a související oblasti*. Praha: Sdružení KAIROS, 2015, (2), 56-57. ISSN 1804-1183.

¹³ COX, Wendell – LOVE, Jeane. International experience in competitive tendering. 1992. Dostupné na : <https://ses.library.usyd.edu.au/bitstream/2123/12146/1/1.%20Love%20and%20Cox.pdf>

Martin Lelkeš vo svojom článku „*Prečo vládne verejnému obstarávaniu cena*“¹⁴ uvádza diskusiu o víťazení najlacnejších ponúk vo verejných obstarávaníach oproti ďalším aspektom, ktoré sú dôležité pri výbere výherných zmluvných strán. Tvrdí (Navrhuje?) že obstarávatelia, teda tí, ktorí daný tender vyhlasujú, by mali v prvom rade hľadiť na **kvalitu za primeranú cenu**, ďalej na **náklady na celkový životný cyklus zákazky** a až potom brať do úvahy **najnižšiu cenu** ponúkanú vo verejnom obstarávaní.

Publikácia „*The Competitive Effect on Public Procurement for Public Service Contracts: The Case of the Czech Republic*“¹⁵ od Petra Stehlíka v úvode predkladá teoreticko-koncepčný výskumný rámec, v rámci ktorom rozoberá opodstatnenosť zabezpečenia verejných statkov súkromnými subjektmi. Táto opodstatnenosť spočíva v dosahovaní **vyššej efektívnosti** v porovnaní s verejným sektorom. Toto tvrdenie je podložené predpokladom, že súkromný sektor pôsobiaci v konkurenčnom (trhovom) prostredí, disponuje vyššou motiváciou konať efektívne (napr. znížiť náklady). Na druhej strane o verejnom sektore sa predpokladá tendencia maximalizovania rozpočtu a zvýšenie jeho vplyvu namiesto zamerania sa na účinnosť. Ďalej uvádza aj štúdie potvrdzujúce toto tvrdenie od Picota a Kaulmanna (1989), Stevensa (1984), McDavida (1985), Christoffersena, Paldama a Wurtza (2004). Vyzdvihuje aj skutočnosť, že samotná existencia súkromného sektora nezabezpečuje hospodársku súťaž, teda sektor verejný má kľúčovú úlohu pri zabezpečení pravidiel, regulujúcich prostredie hospodárskej súťaže.

Hypotézu, na ktorej je publikácia postavená podporil výskumnou empirickou analýzou verejných služieb, ktoré boli sprostredkované na základe verejného obstarávania v Českej Republike, a poukázal na to, že celkový počet prihlásených strán do tendrov má signifikantný vplyv na zníženie ceny predmetu obstarávania, a teda že využitie tendra má vplyv na zvýšenie konkurenčného prostredia.

¹⁴ LELKEŠ, Martin. Revue priemyslu : ľudia, manažment a hospodárstvo. Č. 12-1 (Dec 2017-Jan 2018), s. 58-59. - Bratislava : SON MEDIA, 2018. ISSN 1336-9857.

¹⁵ STEHLÍK, Petr. The Competitive Effect on Public Procurement for Public Service Contracts: The Case of the Czech Republic. *Ekonomický časopis: časopis pre ekonomickú teóriu, hospodársku politiku, spoločensko-ekonomické prognózovanie = journal for economic theory, economic policy, social and economic forecasting*. Bratislava: Ekonomický ústav SAV; Prognostický ústav SAV, 2018, **66**(4), 416-427. ISSN 0013-3035.

Martin Huska v publikácii „*Are the authorities spending public money efficiently?*“¹⁶ na konkrétnom tendri vypísanom Národnou diaľničnou spoločnosťou uvádza viacero metód výberu optimálnej alternatívy z pohľadu obstarávateľa. Považuje to za dôležité, keďže pri verejných obstarávaníach sú často nedostatočne komunikované kritériá, čo vedie k neefektívne vyhodnotenému výberu. Tvrdí, že aplikovaním vhodných matematických modelov, analyzujúcich všetky kritériá a alternatívy, dochádza k efektívnemu výberu zmluvných strán tendrov. Potreba uplatnenia tohto prístupu je opodstatnená dôležitosťou efektívneho fungovania hospodárstva v rámci krajiny.

Tendre v menovej politike plnia trochu inú funkciu. Kým pri obstarávaníach verejného sektora je predmetom obchodu (tendra) určitý statok alebo služba, v tendroch menovej politiky sú predmetom obchodu peniaze. Za dôležité pokladáme najst' paralelu medzi hore uvedenými štúdiami a témou tejto bakalárskej práce. Preto uvádzame niektoré myšlienky, ktoré nám pomôžu pochopiť prepojenie operácií Eurosystému s tendrami, ako formami obchodov.

Kľúčové je si upresniť, čo sa obstaráva v tendrových operáciách iniciovaných Európskou centrálnou bankou, v rámci ktorých prevládajú hlavne refinančné operácie. Vypísaním tendra ECB zabezpečí fungovanie transmisného mechanizmu slúžiaceho k naplneniu jeho mandátu. Z tohto pohľadu môžeme hovoriť o službe ECB komerčným bankám, ktoré využitím získaných zdrojov (úverovaním súkromného sektora) splnia svoju službu a prináleží im odmena vo forme úrokov získaných z predmetu ich podnikania.

Je taktiež veľmi dôležité rozlišovať medzi štandardnou a neštandardnou menovou politikou. Kým v štandardnej politike zúčastnené protistrany v tendroch súťažia cenou, teda ponúkanou úrokovou sadzbou, v rámci neštandardnej politiky je smerodajná ich potreba likvidity, keďže sa uplatňuje fixná úroková sadzba pri plnom uspokojení zmluvných strán (všetkým zúčastneným stranám v tendri sa udelí určitý objem prostriedkov podľa percenta pridelenia) do výšky objemu vypísaného tendra. Poskytovaním peňažných prostriedkov, ktoré banky získali prostredníctvom tendrových operácií ďalej na súkromný trh, sa naplňa úloha transmisného

¹⁶ HUSKA, Martin. Ekonomické rozhl'ady : vedecký časopis Ekonomickej univerzity v Bratislave. Roč. 37, č. 4 (2008), s. 462-473. - Bratislava : Ekonomická univerzita v Bratislave, 2008. ISSN 0323-262X.

mechanizmu, čím je splnenie cieľov menovej autority (v tomto prípade ECB). V prípade dnešnej nekonvenčnej menovej politiky je to dodávanie optimálneho množstva likvidity na finančný trh. Keď ECB naopak uplatňuje štandardnú menovú politiku, tak tieto nástroje podľa potreby používa tiež na zníženie objemu likvidných prostriedkov v obeh.

V štúdiách je často spomínaná dôležitosť predkladania ponúk čo najvyššieho počtu uchádzačov, čo pôsobí konkurenčne na konečnú cenu obstarávania. Väčší počet záujemcov v tendri spôsobí variabilitu ceny obstarávania, no služba, teda výkon transmisného mechanizmu bude dodaný vzhľadom na to, že sú uspokojené banky len do určitého rozsahu (viď kapitola 1.1.1). Takto sa vytvára už aj hore uvedené konkurenčné prostredie, pôsobiace zdravo na celkové hospodárstvo.

Čo sa týka ľahšieho vstupu jednotlivých subjektov, získané zdroje z tendrových operácií pre komerčné banky sú bez pochyb dôležitou súčasťou ich fungovania a tak im často zabezpečujú aj kontinuitu vo výkone ich podnikateľskej činnosti. Kľúčová výhoda pre komerčné banky zúčastňujúce sa v týchto operáciách je absencia diskriminácie. Znamená to, že komerčné banky nezávisle od ich veľkosti a ekonomickej sily, môžu v prípade splnenia kritérií úspešne nadobudnúť peňažné prostriedky. Práve z tohto dôvodu sa tendre považujú za veľmi výhodné formy obchodov v tejto oblasti.

Dodržiavanie pravidiel pri podávaní ponúk subjektov predstavuje základ bezchybného a maximálne efektívneho fungovania týchto operácií, čím dochádza k dosiahnutiu optimálneho konkurenčného prostredia. Rozumie sa tým to, že aj pri obstarávaníach tohto typu sú nekalé praktiky a nekonkurenčné správanie subjektov zakázané.

Na základe uvedených článkov a publikácií môžeme konštatovať, že využitie tendrov na medzibankovom trhu speje k voľnosti prístupu bánk k likvidite, a k navýšeniu efektivity alokácie zdrojov s dosiahnutím konkurenčnej trhovej súťaže.

2 Cieľ práce, metodika práce a metódy skúmania

Cieľom práce je vyhodnotiť možnosti vstupu do tendrových operácií na základe disponibilného kolaterálu, ako aj pozitíva a negatíva ich využitia vzhľadom na vývoj likvidity účastníka tendra ako aj krajiny/regiónu ako celku. Počas vypracovania témy tejto práce sme si určili aj čiastkové ciele, ktoré zároveň podmieniajú dosiahnutie už uvedeného hlavného cieľa.

Tie môžeme rozdeliť na čiastkové ciele teoretickej časti a čiastkové ciele praktickej časti.

Čiastkové ciele teoretickej časti sú:

- Definovanie pojmov ako tendre a cenné papiere
- Definovanie pojmu operácie na voľnom trhu, ich členenie a stručná charakteristika
- Definovanie pojmu kolaterál a poukázanie na opodstatnenosť jeho funkcie v operáciách menovej politiky
- Uvedenie druhov tendrov, ich charakteristika a vysvetlenie mechanizmus ich fungovania na príklade.

Čiastkové ciele praktickej časti sú:

- Členenie tendrov a ich využitie v menovej politike Európskej centrálnej banky
- Definovanie akceptovateľných aktív v operáciách MP ECB, ich členenie a rozsah kritérií pre ich akceptovateľnosť
- Definovanie kritérií akceptovateľnosti protistrán v operáciách MP ECB
- Uvedenie jednotlivých postupov a operačných krokov tendrov.

Pri metodike práce sme v úvode principiálne objasnili pojmi ktoré sa týkajú rozoberanej problematiky. Ďalej sme na základe literatúry zaoberajúcou sa menovou politikou kategorizovali, resp. rozčlenili jednotlivé pojmi. V závere teoretickej časti sme na základe rešeršu článkov a publikácií zaoberajúcich sa tendrami vo všeobecnosti poukázali na výhody, ako aj na dôležitosť využitia tejto formy obchodov v menovej politike.

V praktickej časti sme skúmali medzibankový trh eurozóny ako celok od roku 1999 do roku 2018. Okrem legislatívnych usmernení v rámci menovej politiky

Eurosystemu sme sa podrobnejšie zaoberali s celkovými objemami likvidity, dodávanými prostredníctvom tendrových operácií, celkovým počtom úverových inštitúcií participujúcich v menovej politike ECB a ich podiele na operáciách na voľnom trhu. Za smerodajné sme brali údaje dostupné na internetovej stránke ECB, resp. v štatistickej databáze ECB.

V práci boli použité štandardné logické metódy skúmania ako syntéza a analýza, a s cieľom lepšieho porozumenia problematiky bola práca ilustrovaná prvkami ako sú grafy, schémy a tabuľky.

3. Výsledky práce a diskusia

V nasledujúcej kapitole sa zaoberáme tendrovými operáciami v menovej politike Eurosystému z praktického hľadiska. Za smerodajné východiská týchto operácií možno pokladať legislatívne vymedzenie menovej politiky Európskej centrálnej banky.

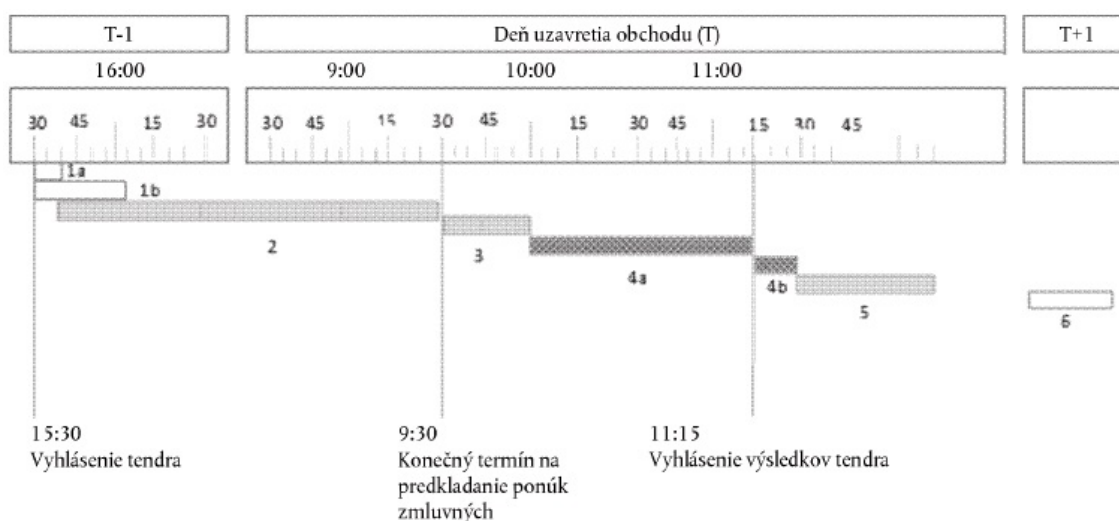
3.1 Tendre využívané v rámci operácií menovej politiky Eurosystému

Táto časť práce je zameraná na formy tendrov, ktoré sú uplatňované v týchto operáciách. Tie sú upravené v tretej hlave druhej časti usmernenia Európskej centrálnej banky (EÚ) 2015/510 z 19. decembra 2014 o vykonávaní rámca menovej politiky Eurosystému (ECB/2014/60), (prepracované znenie). Konkrétny postup a operačné kroky tendrov budú uvedené v ďalších častiach.

Operácie na voľnom trhu sú vykonávané prostredníctvom tendrov alebo dvojstranných postupov. Európska centrálna banka rozhoduje, či bude daná operácia uskutočnená formou štandardných tendrov alebo rýchlych tendrov. V zásade sa charakteristické znaky týchto dvoch tendrov nelíšia, s výnimkou časového rámca a okruhu zmluvných strán.

3.1.1 Štandardné tendre

Schéma č. 1 - Indikatívny časový rámec operačných krokov štandardných tendrov



Zdroj: *Usmernenie Európskej centrálnej banky (EÚ) 2015/510 z 19. decembra 2014*

o vykonávaní rámca menovej politiky Eurosystému (ECB/2014/60), (prepracované znenie), Tabuľka 5.

Štandardné tendre sú používané na uskutočňovanie:

- a.) hlavných refinančných operácií;
- b.) dlhodobějších refinančných operácií;
- c.) špecifických štrukturálnych operácií (štrukturálne reverzné operácie a emisie dlhových certifikátov ECB).

Tieto tendre sa vykonávajú v súlade s indikatívnym kalendárom pravidelných tendrov Eurosystému, ktorý sa zverejňuje na internetovej stránke ECB a národných centrálnych bánk.

Bežné obchodné dni hlavných refinančných operácií a pravidelných dlhodobějších refinančných operácií sú uvedené v nasledovnej tabuľke:

Schéma č. 2 - Bežné obchodné dni hlavných refinančných operácií a pravidelných dlhodobějších refinančných operácií

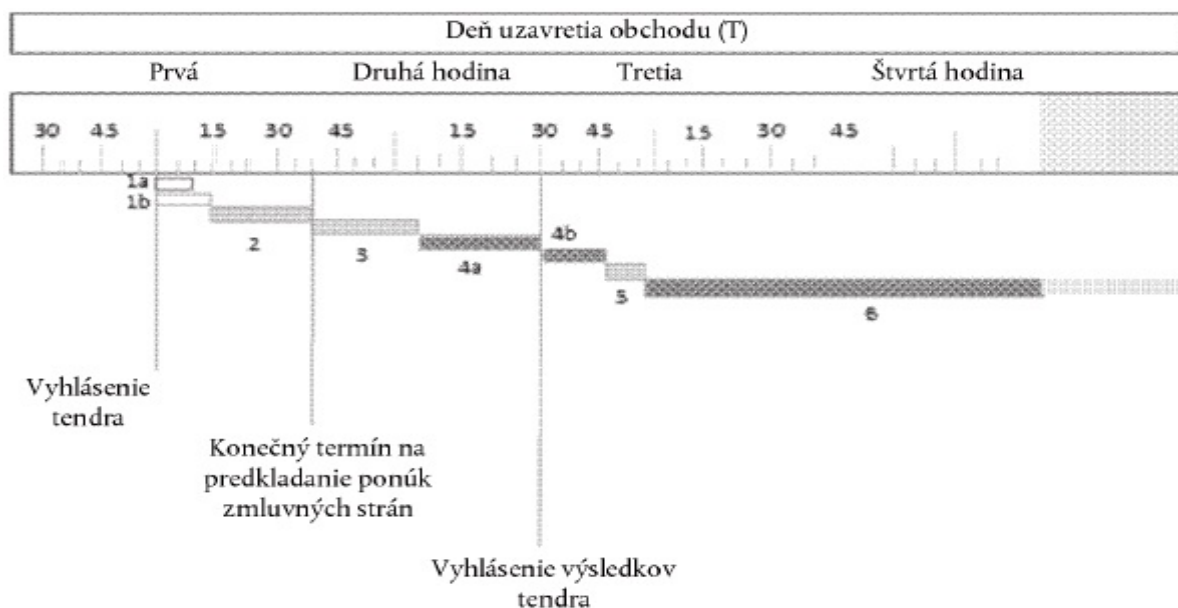
Kategórie operácií na voľnom trhu	Bežný deň uzavretia obchodu
Hlavné refinančné operácie	Každý utorok
Pravidelné dlhodobějšíe refinančné operácie	Posledná streda každého kalendárneho mesiaca

Zdroj: vlastné spracovanie na základe: *Usmernenie Európskej centrálnej banky (EÚ) 2015/510 z 19. decembra 2014 o vykonávaní rámca menovej politiky Eurosystému (ECB/2014/60), (prepracované znenie), Tabuľka 7.*

Eurosystém má možnosť používať štandardné tendre aj na uskutočňovanie doladovacích operácií a štrukturálnych operácií vykonávaných prostredníctvom priamych obchodov, ak má za cieľ reagovať na trhovú podmienku. Od vyhlásenia tendra do potvrdenia výsledkov o pridelení prostriedkov spravidla uplynie najviac 24 hodín, a čas medzi termínom na predkladanie ponúk a vyhlásením výsledkov o pridelení prostriedkov je približne 2 hodiny.

3.1.2 Rýchle tendre

Schéma č. 3 - Indikatívny časový rámec operačných krokov rýchlych tendrov



Zdroj: *Usmernenie Európskej centrálnej banky (EÚ) 2015/510 z 19. decembra 2014 o vykonávaní rámca menovej politiky Eurosystému (ECB/2014/60), (prepracované znenie), Tabuľka 6.*

Rýchle tendre sú obvykle používané na uskutočňovanie dolad'ovacích operácií, ale Európska centrálna banka so zámerom menovej politiky reagovať na trhové podmienky, môže tieto tendre využiť aj pri uskutočňovaní štrukturálnych operácií vykonávaných prostredníctvom priamych obchodov. Tieto tendre sa uskutočnia do 90 minút od ich vyhlásenia, a potvrdenie sa uskutoční bezprostredne po verejnom vyhlásení výsledku o pridelení prostriedkov.

Najsignifikantnejším rozdielom medzi rýchlym a štandardným tendrom je, že pri rýchlych tendroch môže ECB v súlade s kritériami a postupmi stanovenými v článku 57 usmernenia Európskej centrálnej banky (EÚ) 2015/510 z 19. decembra 2014 o vykonávaní rámca menovej politiky Eurosystému (ECB/2014/60), (prepracované znenie) rozhodnúť o obmedzenom počte zmluvných strán.

Pre dolad'ovacie operácie, ako aj pre štrukturálne operácie nie je vopred stanovený kalendár, a preto môžu byť uskutočňované v ktorýkoľvek pracovný deň Eurosystému.

3.2 Využitie tendrov v menovej politike Eurosystému

Z dôvodu priehľadnosti využitia tendrov, ako formy postupov v jednotlivých operáciách Eurosystému, uvádzame nasledujúcu schému:

Schéma č. 4 - Prehľad charakteristík operácií menovej politiky Eurosystému

Operácie na voľnom trhu	Kategórie operácií menovej politiky	Splatnosť	Frekvencia	Postup
	Hlavné refinančné operácie	Jeden týždeň	Týždenná	Štandardné tendre
	Dlhodobejšie refinančné operácie	Tri mesiace	Mesačná	Štandardné tendre
	Dolad'ovacie operácie	Neštandardizovaná	Neštandardizovaná	Tendre, Dvojstranné postupy
	Štrukturálne operácie	Neštandardizovaná, menej ako 12 mesiacov	Neštandardizovaná	Štandardné tendre, Tendre, Dvojstranné postupy

Zdroj: vlastné spracovanie na základe: *Usmernenie Európskej centrálnej banky (EÚ) 2015/510 z 19. decembra 2014 o vykonávaní rámca menovej politiky Eurosystému (ECB/2014/60), (prepracované znenie), Tabuľka 1.*

Ako môžeme vidieť, tender je na medzibankovom trhu v rámci Eurosystému najvyužívanejšou formou obchodov. Jednotlivé typy tendrov boli charakterizované v predošlých častiach tejto práce.

3.3 Akceptovateľné aktíva pre tendrové operácie v rámci menovej politiky Eurosystému

Ako bolo uvedené v predchádzajúcej teoretickej časti tejto práce, obchody vykonávané prostredníctvom tendrov vyžadujú adekvátne zabezpečenie akceptovateľnými aktívami. Znamená to, že ak sa zmluvné strany chcú zúčastniť operácií Eurosystému, musia poskytnúť aktíva spĺňajúce určité kritériá akceptovateľnosti. V najširšom vymedzení sú tieto aktíva evidované ako cenné papiere, ktoré sú vlastnené protistranami obchodov Eurosystému a predstavujú časť portfólia ich aktív. Podrobnejšou charakteristikou týchto aktív sa budeme zaoberať v nasledujúcich častiach práce.

V rámci Eurosystému je uplatňovaný jednotný rámec pre akceptovateľné aktíva (*Eurosystem collateral framework – ESCF*), ktorý platí pre všetky úverové operácie Európskej centrálnej banky. Cieľom tohto rámca je harmonizovaný spôsob uskutočňovania úverových operácií, prostredníctvom implementácie tohto usmernenia vo všetkých členských štátoch, ktorých menou je euro.

V zásade by sme mohli rozdeliť akceptovateľné aktíva na obchodovateľné a neobchodovateľné. Usmernenie Európskej centrálnej banky z roku 2014 definuje obchodovateľné aktíva, ako „*dlhové nástroje, ktoré sú prijaté na obchodovanie na trhu a ktoré spĺňajú kritériá akceptovateľnosti stanovené v štvrtej časti*“¹⁷ usmernenia. Ďalej definuje aj neobchodovateľné aktíva, ako „*niektoré z nasledujúcich aktív: terminované vklady, úverové pohľadávky a retailové hypotekárne záložné dlhové nástroje*.“¹⁸

Rozdiel medzi nimi spočíva v tom, že kým pre obchodovateľné aktíva existuje sekundárny trh, kde sa nimi môže obchodovať, zatiaľ pre neobchodovateľné aktíva takýto trh neexistuje, z toho vyplývajúce sú neobchodovateľné. Avšak z hľadiska ich kvality a akceptovateľnosti pre rôzne typy úverových operácií Eurosystému nie je medzi týmito aktívami žiadny rozdiel. Cezhraničné používanie akceptovateľných aktív je povolené pre väčšinu z aktív prostredníctvom modelu korešpondenčných

¹⁷ Úradný vestník Európskej únie. Usmernenie Európskej centrálnej banky (EÚ) 2015/510 z 19. decembra 2014 o vykonávaní rámca menovej politiky Eurosystému (ECB/2014/60), (prepracované znenie), Článok 2, odsek 59. Dostupné na: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2015_091_r_0002_sk_txt.pdf

¹⁸ Úradný vestník Európskej únie. Usmernenie Európskej centrálnej banky (EÚ) 2015/510 z 19. decembra 2014 o vykonávaní rámca menovej politiky Eurosystému (ECB/2014/60), (prepracované znenie), Článok 2, odsek 70. Dostupné na: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2015_091_r_0002_sk_txt.pdf

bánk (*correspondent central banking model* – CCBM) a v prípade obchodovateľných aktív prostredníctvom akceptovateľných prepojení medzi systémami vyrovnania obchodov s cennými papiermi (*securities settlement system* – SSS), alebo akceptovateľných prepojení medzi SSS z Európskeho hospodárskeho priestoru v kombinácii s CCBM.

Model korešpondenčnej centrálnej banky

Model korešpondenčnej centrálnej banky (*correspondent central banking model* – CCBM) bol zavedený Eurosystemom na začiatku tretej etapy hospodárskej a menovej únie (HMÚ) v januári 1999. „*Jeho hlavným účelom je zabezpečiť, aby všetky zmluvné strany mali prístup ku všetkým aktívam akceptovateľným v operáciách menovej politiky, resp. v poskytovaní likvidity v systéme TARGET2, bez ohľadu na to, kde sa tieto aktíva alebo zmluvné strany nachádzajú. Eurosystem sa neustále snaží optimalizovať úroveň služieb v rámci systému CCBM.*“¹⁹ Z tohto dôvodu bol vytvorený jednotný rámec pre akceptovateľné aktíva spoločný pre všetky úverové operácie Eurosystemu s platnosťou od 1. januára 2007, čím nahradil pôvodný dvojstupňový systém.

Eurosystem sa musí chrániť pred rizikom finančnej straty v prípade, ak by sa zábezpeka musela realizovať v dôsledku zlyhania zmluvnej strany. Preto všetky aktíva akceptovateľné v operáciách menovej politiky musia podliehať osobitným opatreniam na kontrolu rizika. Z tohto dôvodu Eurosystem vytvoril rámec pre hodnotenie kreditného rizika (*Eurosystem credit assessment framework* – ECAF), vymedzujúci pravidlá a požiadavky kreditnej kvality, ktoré musia akceptovateľné aktíva spĺňať.

Rámec Eurosystemu pre hodnotenie kreditného rizika

Pravidlá ustanovené v tomto rámci upravujú harmonizované pravidlá a postupy na zabezpečenie vysokého štandardu pri hodnotení kreditného rizika všetkých akceptovateľných aktív využívaných v operáciách menovej politiky Eurosystemu. Zabezpečujú konzistentnosť, presnosť a porovnateľnosť zdrojov hodnotenia Eurosystemom, a to tak pre obchodované, ako aj pre neobchodované aktíva na

¹⁹ Európska centrálna banka. *Model korešpondenčnej centrálnej banky (CCBM) – Postupy pre zmluvné strany Eurosystemu*, Január 2011, s. 4. Dostupné na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ccbm201101sk.pdf?7844149443d7b859ed70c03e2cde4752>

regulovaných trhoch. Informácie na hodnotenie kreditného rizika sú čerpané od nasledujúcich inštitúcií:

- a.) externé inštitúcie hodnotiace kreditné riziko (External Credit Assessment Institution – ECAI),
- b.) interný hodnotiaci systém zmluvných strán (Internal Rating Based – IRB),
- c.) interné hodnotenie kreditného rizika v NCB (In-house Credit Assessment System – ICAS),
- d.) hodnotenie kreditného rizika ratingovým nástrojom (Rating Tool – ECAF RT).

Pri hodnotení požiadaviek na kreditnú kvalitu Eurosystem zohľadňujú údaje získané z jedného z vyššie uvedených zdrojov.

Zmluvné strany poskytujú akceptovateľné aktíva prostredníctvom:

- a.) prevodu vlastníctva – má právnu formu dohody o spätnom odkúpení,
- b.) vytvorenia vymáhateľného nároku, ktorý má právnu formu zabezpečeného úveru, t.j. záložného práva, prevodu práva alebo vinkulácie príslušných aktív.

3.3.1 Obchodovateľné aktíva

Aktuálny zoznam akceptovateľných obchodovateľných aktív uverejňuje Európska centrálna banka na svojej internetovej stránke, kde zároveň uvádza aj metodiku v súlade s ktorou sú tieto aktíva akceptovateľné. Tento zoznam je každodenne aktualizovaný od pondelka do piatka, okrem dní pracovného pokoja systému TARGET2 (zverejnené na stránke ECB).

Usmernenie Európskej centrálnej banky (EÚ) 2015/510 z 19. decembra 2014 o vykonávaní rámca menovej politiky Eurosystemu (ECB/2014/60) v Hlave 1 a Hlave 2 štvrtej časti, vymedzuje základné podmienky a kritériá akceptovateľnosti dlhových nástrojov ako obchodovateľných aktív. Tieto kritériá sú nasledovné:

- **Výška istiny obchodovateľných aktív** – ustanovuje povinnosť dlhových nástrojov disponovať:
 - a.) pevne stanovenou výškou istiny neviazanou na žiadne podmienky, alebo

b.) výškou istiny neviazanou na žiadne podmienky, ktorá je pevne viazaná v určitom čase iba na jeden index inflácie eurozóny a neobsahuje žiadne iné zložité štruktúry,

Tieto podmienky musia dlhové nástroje spĺňať až do ich úplného splatenia.

- **Štruktúra kupónov obchodovateľných aktív** – vymedzuje konkrétne štruktúry kupónov, potrebné k akceptovateľnosti dlhových nástrojov. Tie musia mať až do ich úplného splatenia niektorú z nasledujúcich štruktúr:

a.) nulové kupóny

b.) kupóny s pevnou úrokovou sadzbou

c.) kupóny s pohyblivou, viacstupňovou sadzbou, ktoré nemôžu nadobudnúť negatívnu hodnotu, tzn. viesť k zápornému toku hotovosti.

Počas celej životnosti aktíva sú akékoľvek zmeny v štruktúre kupónu zakázané.

- **Mena obchodovateľných aktív** – dlhové nástroje sú akceptovateľné iba ak sú denominované v eurách alebo v jednej z bývalých mien členských štátov, ktorých menou je euro.
- **Miesto vydania obchodovateľných aktív** – Akceptovateľnosť dlhových nástrojov je podmienená aj miestom ich vydania. Aby boli akceptovateľné, musia byť vydané v Európskom hospodárskom priestore (EHP) centrálnou bankou, resp. systémom vyrovnania obchodov s CP. Ďalšie kritériá pre iné dlhové nástroje, nespĺňajúce toto kritérium, upravuje článok 66 uvedenej časti usmernenia. Ďalej platí, že aby boli tieto nástroje akceptovateľné, musia byť prevoditeľné v zaknihovanej podobe a vedené/vyrovnané v členských štátoch eurozóny prostredníctvom účtu v NCB alebo v systéme vyrovnania obchodov s CP.
- **Akceptovateľné trhy pre obchodovateľné aktíva** – Pre prijateľnosť dlhových nástrojov je podmienka, že musia byť obchodovateľné na regulovanom trhu v zmysle jeho vymedzenia v smernici Európskeho parlamentu a Rady 2004/65/EÚ²⁰, resp. musia byť obchodovateľné na niektorých neregulovaných trhoch

²⁰ Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi, ktorou sa mení smernica 2002/92/ES a smernica 2011/61/EÚ (Ú. v. EÚ L 173, 12.6.2014, s. 349).

- **Typ a sídlo emitenta/ručiteľa obchodovateľných aktív**– Dlhové nástroje musia byť vydané alebo zaručené jednou z nasledujúcich inštitúcií:
 - a.) centrálna banka členského štátu
 - b.) subjekt verejného sektora členského štátu
 - c.) agentúra členského štátu
 - d.) úverová inštitúcia členského štátu
 - e.) finančné a nefinančné korporácie členského štátu
 - f.) multilaterálne rozvojové banky
 - g.) medzinárodné organizácie.

Okrem týchto inštitúcií má Eurosystém v právomoci uznať subjekt za multilaterálnu rozvojovú banku alebo medzinárodnú organizáciu, ak tá má globálny alebo regionálny dosah a zároveň platí, že pôsobenie daného subjektu je v súlade s politikou Únie.

Emitent dlhového nástroja musí mať sídlo v EHP alebo v krajine G10 mimo EHP.

- **Kreditná kvalita obchodovateľných aktív** – Akceptovateľné dlhové nástroje pri ich hodnotení kreditnej kvality rozdeľujeme na cenné papiere kryté aktívami, dlhopisy kryté cennými papiermi krytými aktívami a dlhové certifikáty vydané Eurosystémom.

Cenné papiere kryté aktívami sú akceptovateľné, ak všetky aktíva vytvárajúce peňažné toky sú vykazovateľné na základe jedného z týchto existujúcich vzorov o úveroch:

- a.) „hypotekárne úvery na nehnuteľnosti na bývanie,
- b.) hypotekárne úvery na komerčné nehnuteľnosti,
- c.) úvery pre malé a stredné podniky,
- d.) úvery na motorové vozidlá,
- e.) spotrebiteľské úvery,
- f.) lízingové pohľadávky,
- g.) pohľadávky z kreditných kariet.“²¹

²¹ Úradný vestník Európskej únie. *Usmernenie Európskej centrálnej banky (EÚ) 2015/510 z 19. decembra 2014 o vykonávaní rámca menovej politiky Eurosystému (ECB/2014/60), (prepracované znenie)*, Článok 73, odsek 1. Dostupné na: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2015_091_r_0002_sk_txt.pdf

Kryté dlhopisy kryté cennými papiermi krytými aktívami obsahuje skupina aktív zabezpečujúcich krytý dlhopis len CP kryté aktívami, ktoré spĺňajú uvedené požiadavky:

- a.) *„Aktíva vytvárajúce peňažné toky kryjúce cenné papiere kryté aktívami spĺňajú kritériá stanovené v článku 129 ods. 1 písm. d) až f) nariadenia (EÚ) č. 575/2013 v súvislosti s cennými papiermi krytými aktívami kryjúcimi kryté dlhopisy.*
- b.) *Aktíva vytvárajúce peňažné toky pochádzajú od subjektu, ktorý má úzke väzby s emitentom krytých dlhopisov v zmysle článku 138.²²*
- c.) *Používajú sa ako technický nástroj na prevod hypoték alebo ručených úverov na nehnuteľnosti od subjektu pôvodcu do skupiny aktív príslušného krytého dlhopisu.²³*

Dlhové certifikáty vydané Európskou centrálnou bankou, resp. dlhové certifikáty vydané národnými centrálnymi bankami Eurosystému sú akceptovateľné ako zábezpeka pre úverové operácie Eurosystému. Na tieto dlhové nástroje sa nesťahujú žiadne hore uvedené kritériá.

Okrem uvedených kritérií Eurosystém vyžaduje, aby obchodovateľné aktíva disponovali hodnotením kreditného rizika aspoň jednou inštitúciou ECAI, a to minimálne v súlade so stupňom kreditnej kvality 2 alebo 3 harmonizovanej ratingovej stupnice Eurosystému.

3.3.2 Neobchodovateľné aktíva

Pri neobchodovateľných aktívach je akceptovateľný typ aktíva úverovou pohľadávkou, ktorá je definovaná ako dlhový záväzok dlžníka voči zmluvnej strane. Tak, ako pri obchodovateľných aktívach sú jednotlivé podmienky a kritériá akceptovateľnosti neobchodovateľných aktív uvedené v usmernení Európskej

²² Usmernenie Európskej centrálnej banky (EÚ) 2015/510 z 19. decembra 2014 o vykonávaní rámca menovej politiky Eurosystému (ECB/2014/60), (prepracované znenie), Článok 138: *Úzke väzby znamenajú niektorú z nasledujúcich situácií, v ktorej je zmluvná strana prepojená s iným subjektom podľa odseku 1 tohto článku: a.) zmluvná strana vlastní priamo alebo nepriamo prostredníctvom jedného alebo viacerých podnikov 20% alebo viac základného imania iného subjektu; b.) iný subjekt vlastní priamo alebo nepriamo prostredníctvom jedného alebo viacerých podnikov 20% alebo viac základného imania zmluvnej strany; c.) tretia strana vlastní priamo alebo nepriamo prostredníctvom jedného alebo viacerých podnikov 20% alebo viac základného imania zmluvnej strany alebo 20% alebo viac základného imania iného subjektu.*

²³ Úradný vestník Európskej únie. Usmernenie Európskej centrálnej banky (EÚ) 2015/510 z 19. decembra 2014 o vykonávaní rámca menovej politiky Eurosystému (ECB/2014/60), (prepracované znenie), Článok 80, odsek 1. Dostupné na: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2015_091_r_0002_sk_txt.pdf

centrálnej banky (EÚ) 2015/510 z 19. decembra 2014 o vykonávaní rámca menovej politiky Eurosystému (ECB/2014/60), konkrétne v Hlave 3 štvrtej časti usmernenia.

- **Výška istiny úverových pohľadávok** – úverové pohľadávky musia až do úplného splatenia mať:
 - a.) pevne stanovenú výšku istiny neviazanú na nijaké podmienky a
 - b.) úrokovú sadzbu, ktorá nemôže viesť k zápornému toku hotovosti pričom tá musí byť pevná, pohyblivá alebo musí mať formu nulového kupónu, čím sa rozumie dlhový nástroj bez pravidelných kupónových platieb.
- **Mena úverových pohľadávok** – tak, ako pri obchodovateľných aktívach, aj pre neobchodovateľné (úverových pohľadávok) platí akceptovateľnosť len v prípade, ak sú dané nástroje denominované v eurách alebo v jednej z bývalých mien členských krajín eurozóny.
- **Typ a sídlo emitenta/ručiteľa neobchodovateľných aktív** – úverové pohľadávky sú akceptovateľné, ak sú ich dlžníkmi a ručiteľmi:
 - a.) nefinančné korporácie
 - b.) subjekty verejného sektora
 - c.) multilaterálne rozvojové banky
 - d.) medzinárodné organizácie,pričom platí, že dlžník z úverovej pohľadávky musí mať sídlo v eurozóne.
- **Kreditná kvalita neobchodovateľných aktív** – akceptovateľnosť neobchodovateľných aktív podmieňuje Eurosystém požiadavkami na kreditnú kvalitu, ktoré musia tieto aktíva spĺňať. Tieto požiadavky sú nasledovné:
 - a.) Pre úverové pohľadávky musí byť hodnotenie kreditnej kvality dlžníka alebo ručiteľa minimálne na úrovni 3 v súlade s harmonizovanou ratingovou stupnicou Eurosystému.
 - b.) Pre retailové hypotekárne záložné dlhové nástroje platí minimálny stupeň kreditnej kvality 2 v súlade s harmonizovanou ratingovou stupnicou Eurosystému.

3.4 Akceptovateľné zmluvné strany tendrových operácií Eurosystemu

Ak sa zmluvné strany chcú stať akceptovateľnými v operáciách menovej politiky Eurosystemu, musia spĺňať určité kritériá, ktoré upravujú články 55 až 57 usmernenia Európskej centrálnej banky (EÚ) 2015/510 z 19. decembra 2014 o vykonávaní rámca menovej politiky Eurosystemu (ECB/2014/60), (prepracované znenie). Tieto kritériá su:

- a.) *„Podliehajú systému povinných minimálnych rezerv Eurosystemu podľa článku 19.1 štatútu ESCB a nepožievajú výnimku z povinnosti udržiavať povinné minimálne rezervy Eurosystemu podľa nariadenia (ES) č. 2531/98 a nariadenia (ES) č. 1745/2003 (ECB/2003/9).*
- b.) *Musia byť finančne zdravé.*
- c.) *Ide o niektorú z nasledujúcich inštitúcií:*
 - i) *Podlieha najmenej jednej forme harmonizovaného dohľadu Únie/EHP vykonávaného príslušnými orgánmi v súlade so smernicou 2013/36/EÚ a nariadením (EÚ) č. 575/2013;*
 - ii) *Je úverovou inštitúciou vo verejnom vlastníctve v zmysle článku 123 ods. 2 zmluvy, ktorá podliehajú dohľadu porovnateľnému s dohľadom vykonávaným príslušnými orgánmi podľa smernice 2013/36/EÚ a nariadenia (EÚ) č. 575/2013;*
 - iii) *Je inštitúciou podliehajúcou neharmonizovanému dohľadu vykonávanému príslušnými orgánmi, ktorý je porovnateľný s harmonizovaným dohľadom Únie/EHP vykonávaným príslušnými orgánmi podľa smernice 2013/36/EÚ a nariadenia (EÚ) č. 575/2013, napr. Pobočky zriadené v členských štátoch, ktorých menou je euro inštitúciami registrovanými mimo EHP.*
- d.) *Spĺňajú všetky prevádzkové požiadavky uvedené v zmluvných alebo regulačných opatreniach uplatňovaných domácou NCB alebo ECB vzhľadom na konkrétny nástroj alebo operáciu.“²⁴*

²⁴ Úradný vestník Európskej únie. Usmernenie Európskej centrálnej banky (EÚ) 2015/510 z 19. decembra 2014 o vykonávaní rámca menovej politiky Eurosystemu (ECB/2014/60), (prepracované znenie), Článok 55. Dostupné na: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2015_091_r_0002_sk_txt.pdf

Inštitúcie, spĺňajúce kritériá uvedené v článku 55, majú prístup k automatickým operáciám a operáciám na voľnom trhu vykonávaným prostredníctvom štandardných tendrov.

3.5 Postupy a operačné kroky tendrov

Tendre uplatňované v operáciách menovej politiky Eurosystemu sa vykonávajú v šiestich operačných krokoch.

1.) Vyhlásenie tendra

Pri vyhlásení tendra treba rozlišovať medzi štandardným a rýchlym tendrom. Štandardné tendre vyhlasuje ECB verejne a vopred prostredníctvom tlačových agentúr, resp. na internetovej stránke ECB. Národné centrálné banky členských krajín môžu oznámiť konanie štandardných tendrov prostredníctvom národných tlačových agentúr alebo priamo zmluvným stranám, ak to považujú za potrebné.

Pri rýchlych tendroch ECB nemá povinnosť verejne a vopred vyhlásiť konanie tendra. V tomto prípade sa vybrané zmluvné strany kontaktujú priamo národnými centrálnymi bankami.

Vyhlásením tendra ECB vyzýva zmluvné strany k predkladaniu právne záväzných ponúk.

2.) Príprava a predkladanie ponúk zmluvných strán

Zmluvné strany majú v prípade záujmu povinnosť svoje ponuky predložiť domácej NCB. Ponuku predloží len jedna organizačná zložka danej inštitúcie, tzn. buď ústredie danej inštitúcie alebo určená pobočka inštitúcie. V tendroch s pohyblivou úrokovou sadzbou majú zmluvné strany možnosť predkladať ponuky až s 10 rôznymi úrovňami úrokovej sadzby. Ďalej majú povinnosť uviesť objem prostriedkov, s ktorým chcú obchodovať a príslušnú úrokovú sadzbu. Ponuka úrokovej sadzby je vyjadrená ako násobok 0,01 percentuálneho bodu.

Najnižšia hodnota ponuky pri hlavných refinančných operáciách, dolad'ovacích operáciách a štrukturálnych operáciách je 1 000 000 EUR. Ponuky prevyšujúce túto čiastku sa vyjadrujú ako násobky 100 000 EUR. Pre dlhodobejšie refinančné operácie je najnižšia hodnota ponuky stanovená národnou centrálnou bankou

v rozpätí od 10 000 EUR do 1 000 000 EUR. V tomto prípade sú ponuky prevyšujúce najnižšiu hodnotu vyjadrené ako násobky 10 000 EUR.

So zámerom zabrániť neúmerne vysokým ponukám môže ECB stanoviť najvyššiu hodnotu ponuky.

3.) Spracovanie ponúk Eurosystemom

4.) Pridelovanie prostriedkov

Postup pri pridelení prostriedkov zúčastnením zmluvným stranám v tendroch sme v teoretickej časti tejto práce už uviedli (viď kapitolu 1.1.1)

5.) Potvrdenie jednotlivých výsledkov o pridelení prostriedkov

6.) Vyrovnávanie transakcií

Platobné príkazy súvisiace s účasťou na operáciách na voľnom trhu sú vyrovnávané na účtoch zmluvných strán v NCB alebo na účtoch zúčtovacej banky, ktorá je zapojená do systému TARGET2.

Eurosystem sa snaží o vyrovnanie transakcií týkajúcich sa operácií na voľnom trhu v tom istom čase vo všetkých členských štátoch eurozóny, so všetkými zmluvnými stranami, ktoré splnili podmienky obchodu a poskytli dostatočné akceptovateľné aktíva slúžiace ako zábezpeka operácie.

Schéma č. 5 - Indikatívne dni vyrovnania operácií eurosystemu na voľnom trhu

Nástroj menovej politiky	Deň vyrovnania operácií na voľnom trhu založených na štandardných tendroch	Deň vyrovnania operácií na voľnom trhu založených na rýchlych tendroch alebo dvojstranných postupoch
Reverzné obchody	T + 1	T
Priame obchody	Podľa trhových zvyklostí pre akceptovateľné aktíva	
Emisia dlhových certifikátov ECB	T + 2	—
Devízové swapy	T, T + 1 alebo T + 2	
Prijímanie termínovaných vkladov	T	

Zdroj: Úradný vestník Európskej únie. *Usmernenie Európskej centrálnej banky (EÚ) 2015/510 z 19. decembra 2014 o vykonávaní rámca menovej politiky Eurosystemu (ECB/2014/60), (prepracované znenie), Tabuľka 8*

3.6 Využitie tendrov v menovej politike Eurosystému

V prvej časti tejto práce sme získali náhľad o teoretickom zázemí tendrových operácií v menovej politiky Eurosystému. Nevyhnutnosťou bolo vymedziť jednotlivé pojmy používané v tejto oblasti. Postupne sme sa prepracovali jednotlivými deleniami týchto operácií k hlavnému rozdeleniu tendrov na objemové (tendre s pevnou úrokovou sadzbou) a úrokové (tendre s pohyblivou úrokovou sadzbou).

Dôležité je poznamenať, že v súčasnosti sa v rámci operácií menovej politiky Eurosystému využívajú len tendre s pevnou úrokovou sadzbou. Od vzniku Európskej centrálnej banky sa využívali tendre s variabilnou úrokovou sadzbou len 8 rokov, a to od 28. júna 2000 do 15. októbra 2008, kedy sa ECB z dôvodu finančnej krízy a jej nepriaznivým efektom na finančných trhoch rozhodla znova zaviesť tendre s pevnou úrokovou sadzbou. Rozhodnutie malo priniesť stabilnejšiu pozíciu subjektov finančného trhu a zmierniť ich narastajúcu nedôveru.²⁵

Zabezpečenie jednotlivých obchodov vyžaduje poskytnutie aktív slúžiacich ako zábezpeka. Nevyhnutnosť kolaterálu v týchto operáciách paralelne s nevyhnutnosťou jednotného rámca pre akceptovateľné aktíva v rámci Eurosystému opisujú Ulrich Bindseil, Marco Corsi, Benjamin Sahel a Ad Visser v závere publikácie „*The Eurosystem collateral framework explained*“ z Occasional Paper Series z roku 2017. Píšu, že práve zabezpečenie obchodov akceptovateľnými aktívami vo veľkej miere prispelo k účinnej realizácii menovej politiky v celej eurozóne od roku 1999, že to umožnilo poskytnutie pružného úveru Eurosystémom počas finančnej krízy a krízy štátneho dlhu rôznym bankám, ktoré mali problémy s likviditou a že sa tak Eurosystém ochránil pred akýmkoľvek stratami, a to aj napriek nebývalému rozsahu a dĺžke finančnej krízy v eurozóne.²⁶

Zhodnotenie výhod a nevýhod či už protistrán obchodov alebo Eurosystému ako takom, je uvedené tiež v závere predošlej časti. Kľúčové je si uvedomiť, že z hľadiska Eurosystému nemôžeme hovoriť o výhodách/nevýhodách v absolútnych

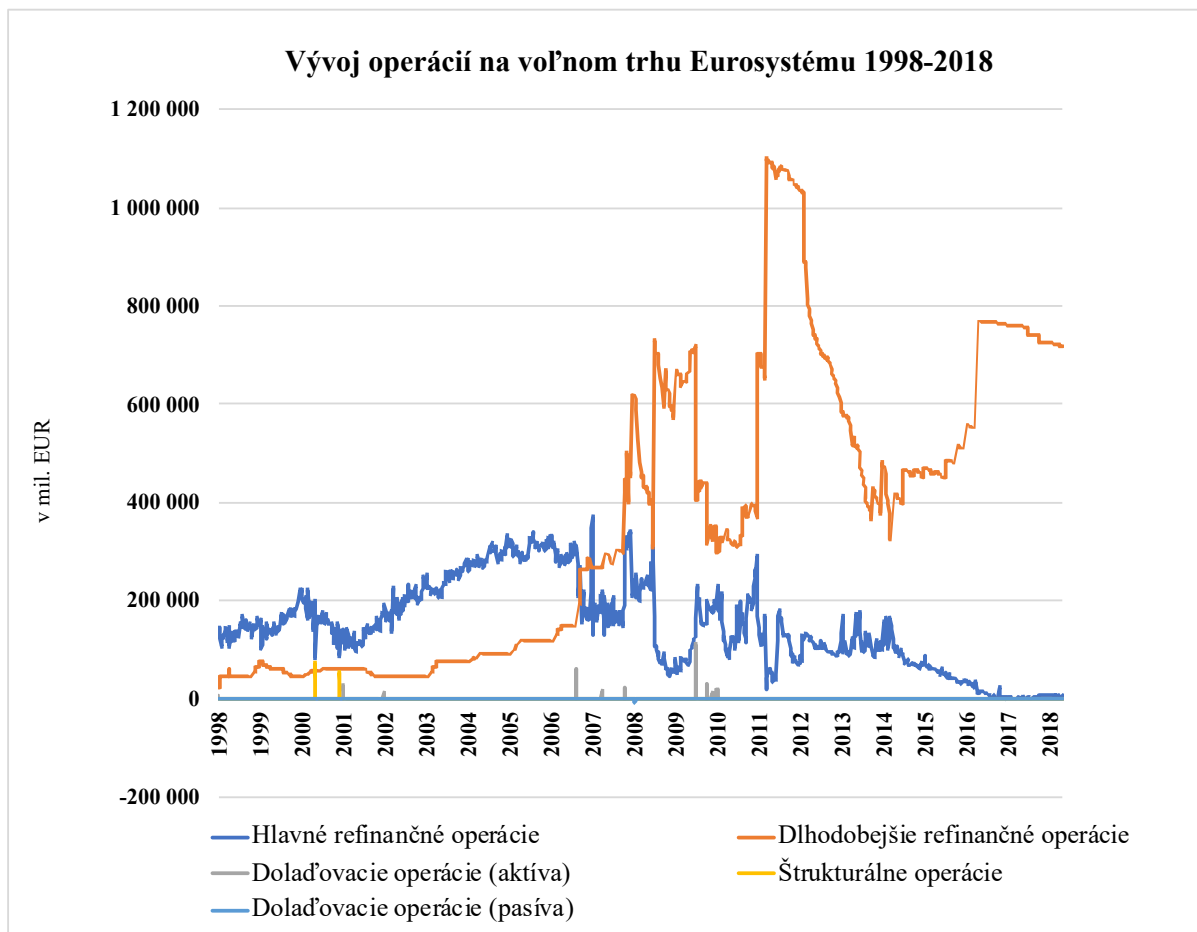
²⁵ Národná banka Slovenska. *Historický časový rad sadzieb ECB*. Dostupné na : https://www.nbs.sk/_img/Documents/_UrokovSadzbyECB/UrokovSadzbyECB.pdf

²⁶ BINDSEIL, Ulrich, et al. Occasional Paper Series. *The Eurosystem collateral framework explained*, (No 189/ May 2017). s. 64. Dostupné na : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op189.en.pdf>

číslach, keďže ako bolo uvedené, cieľom ECB nie je dosiahnuť zisk z týchto operácií, ale zabezpečiť potrebnú a hlavne optimálnu likviditu na finančnom trhu.

Vývoj jednotlivých operácií počas existencie Eurosystému uvádzame v nasledujúcom grafe.

Graf č. 1 – Vývoj operácií na voľnom trhu Eurosystému 1998-2018



Zdroj: vlastné spracovanie podľa <https://sdw.ecb.europa.eu/home.do>

Na uvedenom grafe si môžeme všimnúť jednoznačný trend využitia jednotlivých operácií. Objemy operácií sú uvedené v miliónoch.

Frekvencia využitia hlavných refinančných operácií je jednoznačná z dôvodu ich uskutočňovania na týždennej báze.

Znázornenie dolad'ovacích operácií ako aktíva a pasíva je z účtovnej podstaty národných bánk jednoznačné, keďže tieto operácie sú vykonávané hlavne prostredníctvom reverzných obchodov (aktíva), ale taktiež prostredníctvom prijímania terminovaných vkladov komerčných bánk na ich účtoch, čo pre centrálnu banku predstavujú pasíva.

Štrukturálne operácie boli využité na úpravu štrukturálnej pozície finančného sektora voči Eurosystemu len v roku 2001.

Značný nárast objemu likvidity prostredníctvom dlhodobějších refinančných operácií môžeme vidieť od začiatku finančnej krízy z roku 2007/2008.

V nasledujúcej tabuľke uvádzame objemy vykonávaných operácií (v mil. EUR) ku koncu každého roku, získané z ročných súvah ECB.

Tabuľka č. 1 – Objemy operácií (v mil. EUR) na voľnom trhu Eurosystemu 1998-2018

Rok	Hlavné refinančné operácie	Dlhodobější refinančné operácie	Dolaďovacie operácie (aktíva)	Štrukturálne operácie	Dolaďovacie operácie (pasíva)
(v mil. EUR)					
1999	161 987	74 996		0	0
2000	222 988	45 000	0	0	0
2001	142 000	60 000	0	0	0
2002	180 000	45 000	0	0	0
2003	253 001	45 000	0	0	0
2004	270 000	75 000	0	0	0
2005	315 000	90 017	0	0	0
2006	330 453	120 000	0	0	0
2007	368 607	268 477	0	0	0
2008	239 527	616 662	0	0	0
2009	79 277	669 297	0	0	0
2010	227 865	298 217	20 623	0	0
2011	144 755	703 894	0	0	0
2012	89 661	1 035 771	0	0	0
2013	168 662	583 325	0	0	0
2014	156 129	473 285	0	0	0
2015	88 978	469 543	0	0	0
2016	39 131	556 570	0	0	0
2017	3 372	760 639	0	0	0
2018	9 573	723 837	0	0	0
Spolu	3 490 966	7 714 530	20 623	0	0

Zdroj: vlastné spracovanie podľa ročných súvah ECB, dostupných na: www.ecb.europa.eu

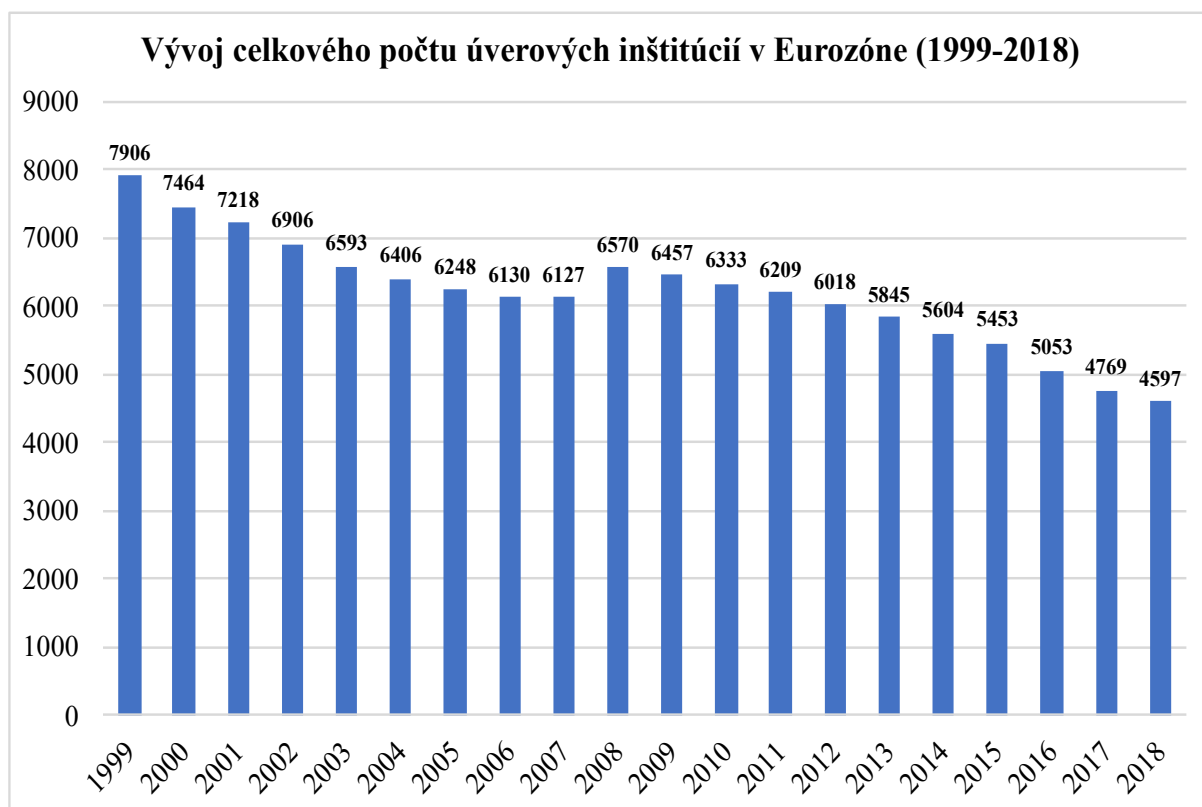
V tabuľke môžeme čisto vidieť nástup finančnej krízy a prijatie neštandardných opatrení, ako priamu reakciu na ňu, keďže do roku 2007 bol objem likvidity dodávaný prostredníctvom hlavných refinančných operácií väčší, no už v roku 2008 sa tento trend zmenil, a došlo k dodávaniu väčšieho objemu likvidity cez dlhodobější refinančné operácie.

Európska centrálna banka s cieľom znížiť riziko refinancovania bánk a tvorby rezerv, zvýšiť likviditu bankového sektora a upevniť dôveryhodnosť medzi subjektmi trhu, rozhodla o uplatňovaní fixnej sadzby v tendroch a o postupnom predĺžení splatnosti týchto operácií na 3, 6, 12 a neskôr na 36 mesiacov. Zavedenie fixnej sadzby viedlo k nárastu uspokojenia subjektov participujúcich v tendroch,

keďže sa všetky ponuky uspokojovali do výšky percenta pridelenia. Tak sa k likvidite dostalo väčší počet zmluvných strán Eurosystemu.²⁷

Ďalej uvádzame údaje o celkovom počte úverových inštitúcií v eurozóne, resp. vývoj ich počtu.

Graf č. 2 – Vývoj celkového počtu úverových inštitúcií v Eurozóne (1999-2018)

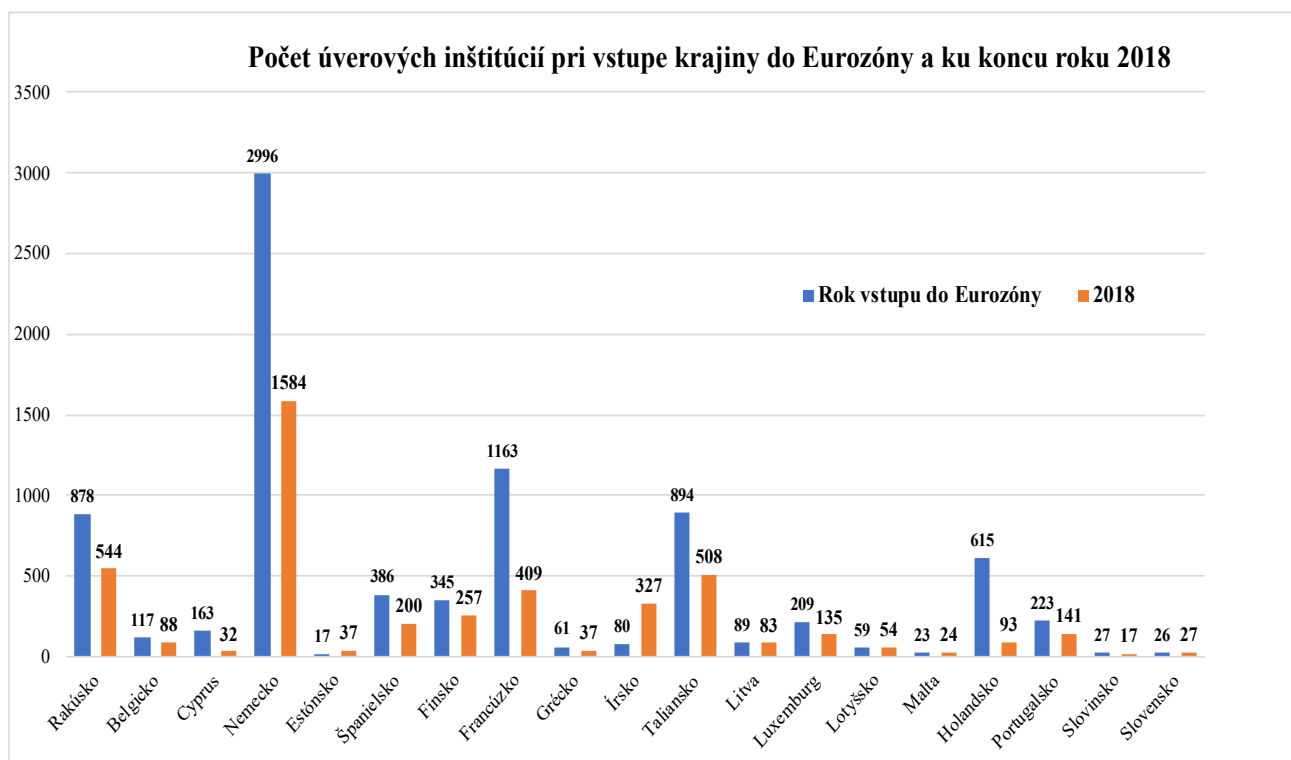


Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov z :
<https://sdw.ecb.europa.eu/home.do>

Údaje boli agregované hladiac na rok vstupu do eurozóny jednotlivých členských krajín. Znamená to, že napriek tomu, že počas rokov členské krajiny a teda aj úverové inštitúcie do eurozóny pribúdali, ich počet sa v celku znížil. V ďalšom grafe znázorňujeme počet úverových inštitúcií daných krajín pri ich vstupe do eurozóny a ku koncu roka 2018.

²⁷ MALACKÁ, Viera. Opatrenia ECB na podporu úverovania a likvidity na peňažnom trhu eurozóny počas globálnej krízy. In: Finančné trhy: vedecký časopis = scientific journal. Bratislava: Derivát, 2015, č. 4. ISSN 1336-5711. Dostupné na: <https://sekarl.euba.sk/arl-eu/sk/csg/?repo=eurepo&key=208893753>

Graf č. 3 – Počet úverových inštitúcií pri vstupe krajiny do Eurozóny a ku koncu roku 2018



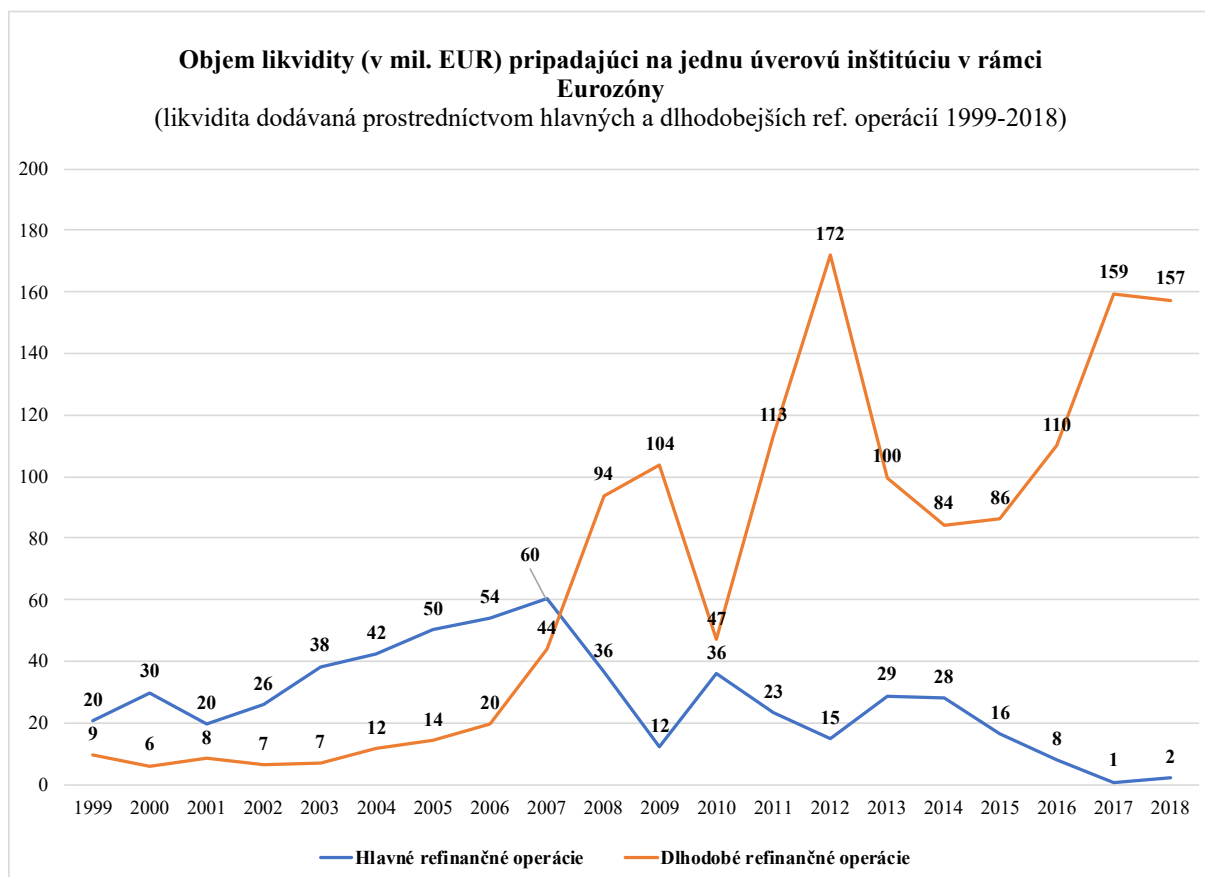
Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov z : <https://sdw.ecb.europa.eu/home.do>

Na základe údajov znázornených grafom môžeme konštatovať, že počet úverových inštitúcií pri vstupe v porovnaní s počtom inštitúcií ku koncu roka 2018 sa okrem Estónska, Írska, Malty a Slovenska značne zredukoval. Tento fakt ovplyvňuje výšku objemu likvidity získanej prostredníctvom operácií MP, pripadajúci na jeden subjekt zúčastňujúci sa týchto obchodov.

Túto hypotézu znázorňuje nasledovný graf, ktorý vykazuje vývoj objemu dodávanej likvidity pripadajúcej na jednu úverovú inštitúciu v eurozóne. Treba konštatovať, že ide o priemerné sumy, takže musíme vylúčiť chybný predpoklad, že by všetky inštitúcie získali nejaký objem v reálne uskutočnených tendroch. Tieto čísla znázorňujú len teoretický predpoklad, aká výška objemu by bola pridelená každej jednej banke v rámci Eurosystemu.

Jednotlivé priemerné objemy sme dostali tak, že objem (161 987 – v mil. EUR) dodávaný refinančnou operáciou (viď Tabuľka č. 1 – Hlavné refinančné operácie – 1999) sme delili celkovým počtom úverových inštitúcií (7906) v danom roku (viď Graf č. 2 – 1999). Tak sme dostali nasledovné priemerné objemy:

Graf č. 4 – Objem likvidity pripadajúci na jednu úverovú inštitúciu v rámci Eurozóny



Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov z : <https://sdw.ecb.europa.eu/home.do>

Aj tento graf nám znázorňuje tendenciu nárastu objemu dodávaného prostredníctvom dlhodobějších refinančných operácií. Práve bod v ktorom sa dva grafy stretnú je v roku 2007, keď nastala zmena čo sa týka dodávania väčšieho množstva likvidity prostredníctvom už spomínaných LTRO.

V skutočnosti sa však dodávaný objem dostane k subjektom, ktorí sa vypísaných tendrov zúčastnia. Na základe tohto môžeme priemerovane vypočítať údaje za niektoré roky.

V roku 2018 sa dlhodobějších refinančných operácií zúčastnilo v priemere 17 protistrán²⁸ (0,37% z celkového počtu 4597 v roku 2018). Keď počet bánk

²⁸ Údaj sme získali na základe spriemerovania údajov vykázaných vo Výročnej správe ECB 2018 (Annual Report 2018 – 1.2.1 Main and longer-term refinancing operations). Dostupné na : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2018~d08cb4c623.en.pdf?d4db50437f47e3bf9914e1381b1a2cde>

porovnáme s dodávaným objemom likvidity prostredníctvom týchto obchodov, zistíme, že v roku 2018 jedna protistrana zúčastnená v dlhobejšej refinančnej operácii sa v priemere dostala k objemu 42 579 (v mil. EUR).

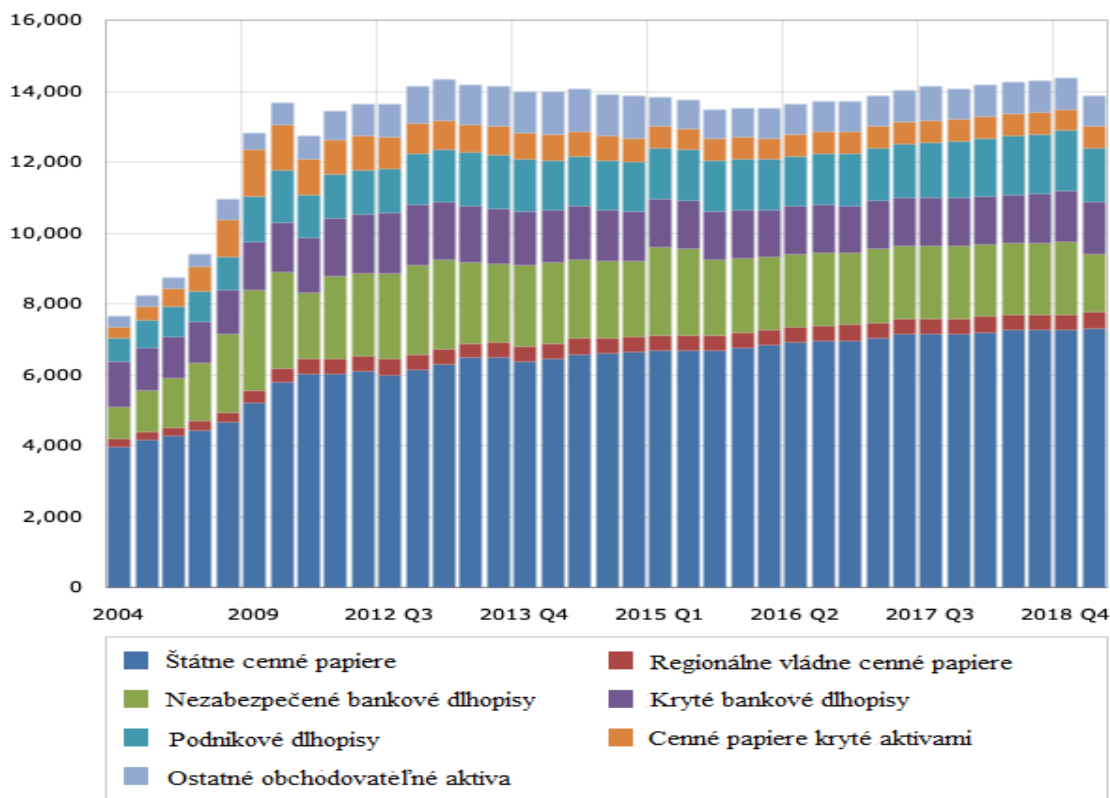
Je preto dôležité rozlišovať medzi priemernými údajmi uvedenými v tejto časti, a v skutočne realizovaných priemerných objemov odvodených od subjektívnej potreby bánk zúčastňovať sa operácií na voľnom trhu a tak získať likvidné zdroje.

3.7 Využitie kolaterálu v menovej politike ECB

V predchádzajúcich častiach práce boli uvedené dôvody pre zabezpečenie obchodov na medzibankovom trhu dostatočným kolaterálom vo forme akceptovateľných aktív, resp. vymedzenie jednotlivých kritérií k akceptovateľnosti. Zároveň boli tieto aktíva členené a kategorizované.

V nasledujúcom grafe znázorňujeme reálnu kapacitu (v mld. EUR) vhodných aktív, ktoré mohli byť využívané v obchodoch medzi centrálnymi a komerčnými bankami.

Graf č. 5 – Kapacita akceptovateľných aktív na trhu od 2004 do 2018

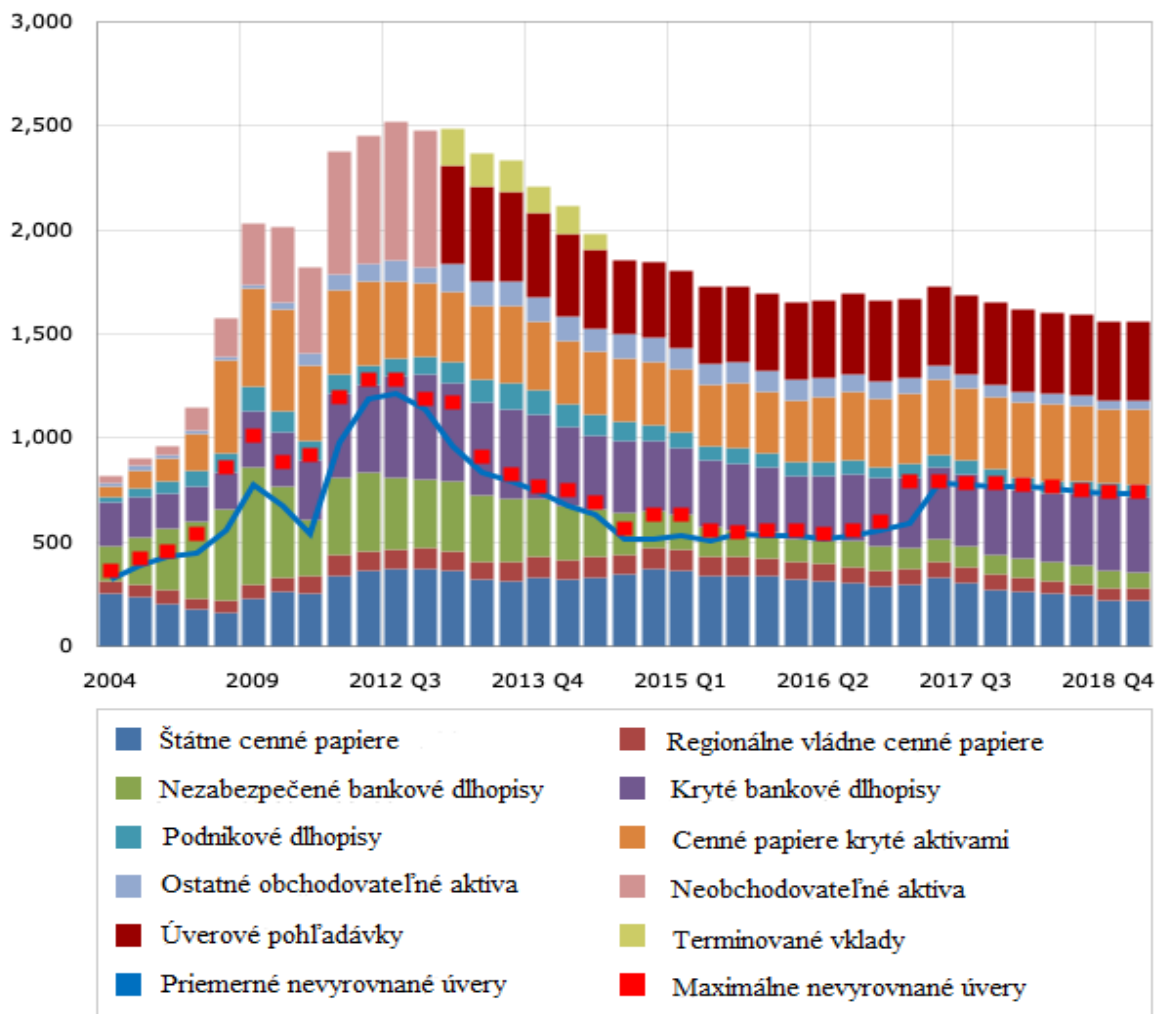


Zdroj: vlastné spracovanie podľa: www.ecb.europa.eu

Graf nám znázorňuje celkovú kapacitu akceptovateľných aktív, ktoré boli v danom období v obehu. Jednotlivé objemy tak nevytvádzajú o reálne využitých aktív na zabezpečenie medzibankových obchodov.

Objemy (v mld. EUR) reálne využitých aktív v operáciách menovej politiky nám znázorňuje nasledovný graf.

Graf č. 6 – Využitie kolaterálu v operáciách menovej politiky Eurosystemu



Zdroj: vlastné spracovanie podľa: www.ecb.europa.eu

Ako z uvedených grafov vyplýva, najvyužívanejším aktívom na zabezpečenie obchodov sú štátne cenné papiere. Keďže sú to cenné papiere peňažného trhu s vysokou likviditou, disponujúce nízkou rizikovosťou (čiže vysokou bezpečnosťou) slúžia ako najbezpečnejšie aktíva obchodov menovej politiky ECB.

Nevyhnutnosťou je spomenúť, že uvedené objemy aktív neboli selektívne vybraté len pre tendrové operácie (resp. operácie, ktoré sú vykonávané formou tendrov), no napriek tomu sa tendencia resp. trend ich využitia v týchto operáciách nelíši.

Použitie týchto aktív ako kolaterálu vo vzťahu k úverovaniu komerčných bánk centrálnymi bankami tak vedie k celkovej sekuritizácii obchodov v menovej politike Európskej centrálnej banky.

Záver

Využitie tendrov pri uplatňovaní menovej politiky je kľúčovým atribútom z pohľadu jej efektívneho presadenia. Dôvodom sú výhody, ktoré tendre, ako formy obchodov prinášajú. Tie vedú k celkovej optimálnosti čo sa týka poskytovania a sťahovania likvidity z finančného trhu. Znamená to, že touto formou sú subjekty zúčastňujúce sa v presadzovaní menovej politiky takpovediac regulovateľné a stimulovateľné, čo spĺňa úlohu menovej autority.

Táto forma obchodov sa pri uplatňovaní dnešnej menovej politiky javí ako nevyhnutná. Je tomu tak z dôvodu pozitívnych dopadov na celkové hospodárstvo, plynúcich z jednoznačných výhod využitia tendrov. Ich najväčším prínosom je voľnosť prístupu bánk k likvidite, nezávisle od ich ekonomickej sily alebo pozície na trhu. Takto Eurosystem umožňuje získanie potrebného, a často aj nevyhnutného objemu likvidity aj tým najmenším subjektom, zabezpečujúc tak ich stabilitu na trhu.

Povinnosť zabezpečenia týchto obchodov len navyšuje efektivitu a bezpečnosť operácií, čo vedie k celkovej stabilizácii finančného trhu. Aj keď počas trvania krízy boli jednotlivé kritériá pre akceptovateľné aktíva prehodnotené, stále plnia úlohu zabezpečenia istoty obchodov.

Ku kvalite konkurenčného prostredia na finančnom trhu prispieva aj transparentnosť samého mechanizmu obchodov ktoré sú vždy vykonávané pod drobnohľadom menovej autority, v našom prípade Európskej centrálnej banky.

Celkovo môžeme konštatovať, že využívanie tendrov v rámci menovej politiky Eurosystemu je správna voľba formy obchodov. Jednotlivé podmienky tendrov sú zverejňované vopred, čím sa dosahuje transparentnosť obchodovania. Okrem uvedených prínosov je ďalším plusom aj to, že ich podmienky Európska centrálna banka vie ľahko prispôbiť k potrebe celkového finančného trhu Eurozóny, bez akýchkoľvek ťažkopádnych legislatívnych zmien. To prispieva k schopnosti ECB promptnejšie konať v prospech stability eurozóny. Hľadiac na tendre zo strany komerčných bánk môžeme v celku uviesť jednoznačný prínos spočívajúci v zjednodušení získania likvidných prostriedkov na medzibankovom trhu od národných centrálnych bánk.

Európska centrálna banka ako menová autorita Eurosystemu využívala tendrové operácie tak počas štandardnej menovej politiky, ako aj po prijatí neštandardných nástrojov

s cieľom zmierniť dopady finančnej krízy a dosiahnuť stabilitu na finančnom trhu. Pred krízou boli väčšie objemy likvidity obchodované najmä prostredníctvom hlavných refinančných operácií, kým od roku 2008 prevláda využitie tendrových operácií s väčším objemom likvidity prostredníctvom dlhodobějších refinančných operácií.

Zoznam použitej literatúry

Tlačené knihy, monografie, vedecko-kvalifikačné práce

1. CHOVANCOVÁ, Božena. a kol. *Finančné trhy: Nástroje a transakcie*. 2. vyd. Bratislava: Wolters Kluwer, 2016. ISBN 978-80-8168-330-5.
2. JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice 2: Menová a kurzová politika*. 1 vyd. Praha: GRADA Publsihing, 2013. ISBN 978-80-247-4516-9.
3. KOTLEBOVÁ, Jana – SOBEK, Otto. *Menová politika: Stratégie, inštitúcie a nástroje*. 1 vyd. Bratislava: Wolters Kluwer, 2007. ISBN 978-80-8078-092-0.
4. LISÝ, Ján a kol. *Ekonomía*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2011. ISBN 978-80-8078-406-5.
5. REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 978-80-726-1230-7.
6. ŠLOSÁROVÁ, Anna a kol. *Účtovníctvo*. 1 vyd. Bratislava: Wolters Kluwer, 2011. ISBN 978-80-8078-418-8.
7. TKÁČOVÁ, Dana a kol. *Finančné trhy a bankovníctvo*. 1. vyd. Bratislava: Wolters Kluwer, 2017. ISBN 978-80-7552-528-4.
8. VLACHYNSKÝ, Ján a kol. *Finančný slovník výkladový*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2012. ISBN 987-80-8078-469-0.

Články v tlačených časopisoch

9. HUSKA, Martin. In: *Ekonomické rozhľady : vedecký časopis Ekonomickej univerzity v Bratislave*. Roč. 37, č. 4 (2008), s. 462-473. - Bratislava : Ekonomická univerzita v Bratislave, 2008. ISSN 0323-262X.
10. LELKEŠ, Martin. In: *Revue priemyslu : ľudia, manažment a hospodárstvo*. Č. 12-1 (Dec 2017-Jan 2018), s. 58-59. - Bratislava : SON MEDIA, 2018. ISSN 1336-9857.
11. MALACKÁ, Viera. Opatrenia ECB na podporu úverovania a likvidity na peňažnom trhu eurozóny počas globálnej krízy. In: *Finančné trhy: vedecký časopis = scientific journal*. Bratislava: Derivát, 2015, č. 4. ISSN 1336-5711.
12. SCHELLEOVÁ, Andrea. Bid rigging nebo-li zakázaná dohoda mezi ucházeči o veřejnou zakázku. In: *Antitrust: časopis pro právo hospodářské soutěže a související oblasti*. Praha: Sdružení KAIROS, 2015, (2), 56-57. ISSN 1804-1183.

13. STEHLÍK, Petr. The Competitive Effect on Public Procurement for Public Service Contracts: The Case of the Czech Republic. In: *Ekonomický časopis: časopis pre ekonomickú teóriu, hospodársku politiku, spoločensko-ekonomické prognózovanie* = *journal for economic theory, economic policy, social and economic forecasting*. Bratislava: Ekonomický ústav SAV: Prognostický ústav SAV, 2018, **66**(4), 416-427. ISSN 0013-3035.

Elektronické zdroje

14. BID, Detail (incorp.). Characteristics and Benefits of the Tendering Process. 17.4.2018. Internetový článok, dostupný na :
<https://medium.com/@bid.detail01/characteristics-and-benefits-of-the-tendering-process-b5782030d027>
15. BINDSEIL, Ulrich, et al. Occasional Paper Series. *The Eurosystem collateral framework explained*, (No 189/ May 2017). s. 64. Dostupné na :
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op189.en.pdf>
16. COX, Wendell – LOVE, Jeane. International experience in competitive tendering. 1992. Dostupné na :
<https://ses.library.usyd.edu.au/bitstream/2123/12146/1/1.%20Love%20and%20Cox.pdf>
17. KASENČÁKOVÁ, Lucia. Hra o tendre alebo kartelové dohody vo verejnom obstarávaní (Bid Rigging). 13.3.2017. Dostupné na :
https://www.antimon.gov.sk/data/files/716_kartelove-dohody-vo-verejnom-obstaravani_kasencakova.pdf
18. Úradný vestník Európskej únie. *Usmernenie Európskej centrálnej banky (EÚ) 2015/510 z 19. decembra 2014 o vykonávaní rámca menovej politiky Eurosystému (ECB/2014/60), (prepracované znenie)*. Dostupné na:
https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2015_091_r_0002_sk_txt.pdf

Internetové zdroje

19. <https://sdw.ecb.europa.eu>
20. <https://www.ecb.europa.eu>
21. <https://www.nbs.sk>