



Situácia na peňažnom trhu a výkon operácií menovej politiky ECB v roku 2016

Roman Kostelný
Národná banka Slovenska

Do roku 2016 vstúpil Eurosystem s úpravami v rámci menovopolitického inštrumentária, čím ECB reagovala na zhoršujúci sa výhľad ekonomiky a inflácie. Situácia na globálnom finančnom trhu však na začiatku roku nenaznačovala zlepšenie. Objavili sa náznaky spomalenia čínskej ekonomiky a rozšírili sa obavy z jeho dôsledkov na svetovú ekonomiku. Zhoršili sa aj inflačné vyhlady, predovšetkým v dôsledku nízkej ceny ropy. Na globálnej úrovni sa vyskytli aj úvahy o možnosti a schopnosti centrálnych bánk zasiahnuť proti prebiehajúcemu vývoju. Ďalšou diskutovanou témou sa stala účinnosť zavedených menovopolitických nástrojov na podporu ekonomického rastu.

MENOVOPOLITICKÉ ROZHODNUTIA ECB

Po všeobecnom zhoršení globálneho ekonomického prostredia ECB v januári 2016 opätovne indikovala zámer prehodnotiť nastavenie menovej politiky. V dôsledku toho vzrástli očakávania, že ECB pristúpi k ďalším použiteľným opatreniam. Odborná verejnosť najviac uvažovala o zvýšení mesačných nákupov cenných papierov spolu s úpravou kľúčových úrokových sadzieb.

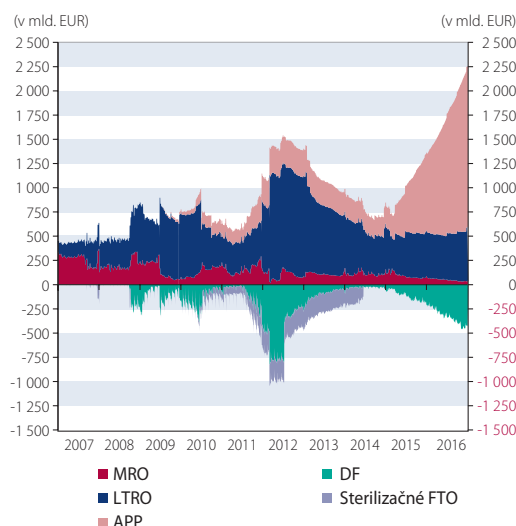
Prehodnotenie menovej politiky v marci ECB odôvodnila nárastom deflačného rizika v eurozóne. V rámci prijatých dodatočných opatrení pristúpila k zvýšeniu mesačných nákupov v rámci programu nákupu aktív (asset purchase program – APP) o 20 mld. € na 80 mld. €, obdobie nákupov však ponechala bez zmeny do konca marca 2017. Zvýšila limit na emisiu a emitenta pri nákupe nadnárodných dlhopisov z 33 % na 50 %, aby sa tým zabezpečil bezproblémový priebeh nákupov. Do programu APP zaradila aj nákup ďalších aktív v rámci nového programu nákupu cenných papierov podnikového sektora (corporate sector purchase programme – CSPP), zameraného na podnikové dlhopisy.

Popri úprave podmienok výkonu kvantitatívneho uvoľnenia sa pristúpilo aj k opatreniam súvisiacim s realizáciou tendrových operácií. Vychádzajúc z parametrov cieľných dlhodobějších refinančných operácií (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO) sa prijala nová séria cieľných tendrov (TLTRO II), pri ktorých sa bankám eurozóny umožnilo čerpať väčšiu sumu, a to až 30 % z vybraných bilančných položiek súvisiacich s úverovou aktivitou (v TLTRO I to bolo 7 %). Dĺžku splatnosti operácií ECB stanovila pevne na štyri roky. Na rozdiel od TLTRO I, kde bol stanovený jednotný dátum splatnosti pre všetky tranže, pri TLTRO II nastáva splatnosť postupne. Nevýhodou pôvodného časového nastavenia bolo postupné skracovanie dĺžky splatnosti jednotlivých tranží v priebehu ich realizácie.

Participujúcim bankám eurozóny sa umožnilo predčasným splatením presunúť čerpané prostriedky v TLTRO I do prvej tranže TLTRO II. Výhodnejšie boli nastavené aj podmienky úročenia čerpaných prostriedkov. V prípade poskytnutia úverov nad vypočítaný benchmark sa čerpané prostriedky môžu úročiť zápornou úrokovou sadzbou uplatňovanou pri jednodňovej sterilizačnej operácii ECB.

Okrem opatrení uplatnených pri výkone operácií menovej politiky v marci nastala zmena aj v jej kvalitatívnom nastavení. V rámci kľúčových úro-

Graf 1 Vybrané operácie menovej politiky ECB (v mld. EUR)



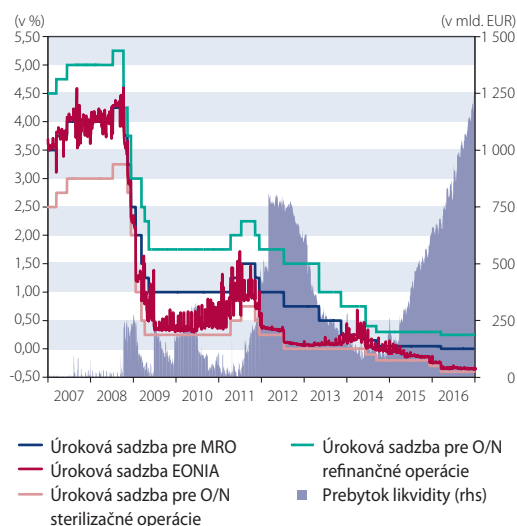
Zdroj: ECB, Bloomberg.

Poznámka: MRO – hlavná refinančná operácia, LTRO – dlhodobější refinančná operácia (vrátane cieľovej LTRO), APP – program nákupu aktív (ukončené programy: CBPP1, CBPP2 a SMP; prebiehajúce programy CBPP3, ABSPP, PSPP a CSPP), DF – jednodňová sterilizačná operácia, sterilizačná FTO – sterilizačná doladovacia operácia.



- 1 V rámci nákupného programu sa najviac poskytovala likvidita prostredníctvom nákupu aktív verejného sektora. Po nich nasledovali nákupy krytých dlhopisov. Ostatné programy sa podieľali na príleve novej likvidity iba marginálne. Z nich nákupy podnikových dlhopisov presiahli úroveň dosiahnutú v programe ABSPP, hoci sa s nákupmi daných aktív začalo len v júni 2016.
- 2 Celkovú poskytnutú likviditu tvorí objem čerpania v refinančných operáciách a prostriedky dodané prostredníctvom nákupných programov, ukončených aj prebiehajúcich.

Graf 2 Vývoj kľúčových úrokových sadzieb ECB a prebytku likvidity



Zdroj: ECB, Bloomberg.

kových sadzieb sa upravila úroková sadzba pre hlavné refinančné operácie na 0 %. Súčasne sa jednoduchová sterilizačná úroková sadzba znížila na -0,40 % a jednoduchová refinančná úroková sadzba na 0,25 %. Medzi jednoduchovými úrokovými sadzbami sa tým zachovalo asymetrické rozpätie.

K ďalším úpravám menovej politiky sa pristúpilo až v decembri, keď sa rozhodlo najmä o podmienkach nákupného programu na ďalšie obdobie, keďže sa blížil koniec jeho trvania. Z dôvodu pomínutia deflačného rizika sa znížili mesačné nákupy na pôvodných 60 mld. € so začiatkom nákupov od apríla 2017 a predĺžilo sa obdobie ich realizácie o 9 mesiacov do konca decembra 2017. Rada guvernérov ECB si ponechala možnosť upraviť parametre nákupov aj počas priebehu APP.

Upravili sa opätovne technické parametre výkonu nákupov tak, aby bolo jednoduchšie zabezpečiť bezproblémový priebeh nákupného programu. Od januára 2017 sa rozšíril nákupný priestor z pôvodnej úrovne dvoch rokov o splatnosti od jedného roka. Ovela zásadnejším rozhodnutím bolo povolenie nákupov pod jednoduchovou sterilizačnou sadzbou. Nákupný priestor sa tým rozšíril o cenné papiere dovtedy vylúčené z nákupov.

VÝKON MENOVPOLITICKÝCH OPERÁCIÍ A VÝVOJ SITUÁCIE V OBLASTI LIKVIDITY

Prebiehajúci program nákupu aktív¹ významne podporil nárast celkovej poskytnutej likvidity² eurozóny na nové maximum 2,3 bil. €. Napriek výraznému prílevu zdrojov prostredníctvom nákupných programov banky eurozóny neobmedzili využívanie tendrových operácií. Ich celkový nárast však spôsobili len cieľené LTRO, zatiaľ čo čerpanie týždňovej hlavnej refinančnej operácie (MRO) a trojmesačnej LTRO významne kleslo. Nižší záujem o tieto operácie súvisel s tým,

že banky eurozóny uprednostnili výhodnejšie podmienky v cieľných LTRO napriek tomu, že čerpanie bolo naviazané na reálne použitie zdrojov do úverov reálnej ekonomiky.

O poskytované zdroje v následných tranžiach TLTRO I postupne klesal záujem. Dôvodom nízkeho dopytu boli nevýhodné nastavenie úroveňovej sadzby voči trhovým podmienkam a dĺžka splatnosti dodatočných tranží, ktorá sa naviazaním na jednotný dátum splatnosti po každej ďalšej tranži skracovala. Zavedením TLTRO II sa poskytla príležitosť participujúcim bankám predčasne splatiť a presunúť čerpané prostriedky z TLTRO I. Túto príležitosť banky eurozóny výrazne využili, keď predčasne splatili viac ako 90 % prostriedkov čerpaných v TLTRO I. Výhodné podmienky druhej série TLTRO sa potvrdili v uskutočnených troch tranžiach TLTRO II, v ktorých sa vyčerpano viac zdrojov než kumulatívne vo všetkých tranžiach TLTRO I.

V rámci už implementovaných opatrení sa vzhľadom na uplynutie dvoch rokov od uskutočnenia prvej cieľenej LTRO očakávalo, že ECB pristúpi k vyhodnoteniu čerpanej cieľenej likvidity. Vyhodnotením sa malo naznačiť, ako boli banky eurozóny úspešné v použití čerpaných prostriedkov v reálnej ekonomike. Okrem toho sa tým mohla alebo mala potvrdiť opodstatnenosť zavedenia takejto operácie, keďže k nej ECB pristúpila vôbec po prvýkrát, keď podmienila čerpanie refinančnej operácie reálnym použitím prostriedkov. Pôvodný zámer v prehodnotení čerpaných TLTRO I bol do značnej miery skreslený zavedením novej série TLTRO II a možnosťou predčasne splatiť čerpané prostriedky a presunúť ich do TLTRO II.

Prílevom zdrojov, najmä z nákupného programu, rástla bilancia Euro systému na nové maximum, až na 3,7 bil. €. Pôvodný zámer zvýšiť ju na úroveň z roku 2012 sa významne prekročil. Ďalšie zvyšovanie likvidity vytvárajú predovšetkým nákupnými programami spôsobovalo, prirodzene, aj zvyšovanie jej prebytku, ktoré dosiahlo nové maximum nad úrovňou 1 bil. €. Jej rozloženie medzi krajinami eurozóny sa takmer nezmenilo, keď sa naďalej väčšina voľnej likvidity kumulovala v užšom okruhu krajín.

Prebytok likvidity bol naďalej významne alokovaný do prebytočných rezerv. Využívanie depozitných operácií však oproti ostatným rokom vzrástlo, hoci voľné prostriedky sa úročia rovnako bez ohľadu na to, či sa ponechajú na bežnom účte alebo transferujú na jednoduchové vklady. Zvýšená preferencia využívať jednoduchové vklady môže súvisieť s internými pravidlami bánk eurozóny pri riadení likvidity a takisto s regulačnými požiadavkami.

Prebiehajúci nákupný program má dôležitú úlohu nielen v absolútnom príleve dodatočnej likvidity a v uvoľnení podmienok na finančnom trhu.

Rozloženie prebytku likvidity medzi krajinami eurozóny určuje viacero faktorov. Ku kumulácii jej prebytku v menšom počte krajín dochádza väčšou centralizáciou riadenia likvidity v rámci bankovej skupiny. Transakcie medzi subjektmi sa v dôsledku interných rizikových opatrení limi-



tujú a tým sa nevytvára dostatočný priestor na obchodovanie. Znížené prerozdelenie likvidity medzi krajinami súvisí aj s pretrvávajúcou fragmentáciou na peňažnom trhu, ktorá vyplýva zo stále zvýšenej úrovne vnímaného kreditného rizika. Limituje to cezhraničné transfery likvidity, najmä do krajín vnímaných so zvýšeným rizikom. Samotný prebytok likvidity sa v rámci regulačných opatrení posudzuje priaznivo v porovnaní s ostatnými aktívami, čo môže viesť niektoré subjekty k preferencii jeho kumulácie a nezobchodovania na peňažnom trhu. Pre jeho pozitívny efekt na plnenie vybraných ukazovateľov (napr. LCR) sa stáva otáznym, či sa podarí úplne stiahnuť prebytok likvidity a vrátiť tak jej stav späť do pôvodnej rovnováhy.

ÚČASŤ DOMÁCICH BÁNK NA MENOVPOLITICKÝCH OPERÁCIÁCH ECB

V sledovanom období bola tak ako vo vybraných rokoch³ účasť domácich bánk ovplyvnená uskutočňovaním operácií s veľmi dlhými splatnosťami. Zaznamenané správanie domácich bánk svedčí o tom, že domáci bankový sektor prejavuje zvýšený záujem len o operácie s dlhšími splatnosťami, pretože na kratšie obdobie si prostriedky dokáže zabezpečiť na medzibankovom trhu.

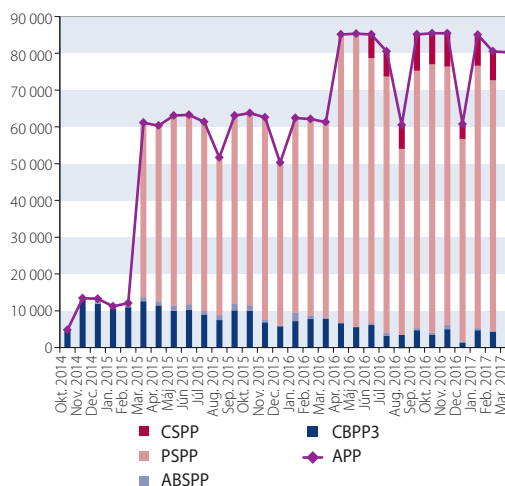
V kratšej MRO sa čerpała len veľmi nízka likvidita, na ktorej participoval užší okruh domácich bánk. Čerpané prostriedky sa podľa vyjadrení bánk zvyčajne použili na vylepšenie plnenia regulačných požiadaviek.

Z dlhodobejších refinančných operácií sa zaznamenal väčší záujem len o ciele LTRO. Aj domáce banky využili príležitosť predčasne splatiť čerpané TLTRO I a presunúť sa do TLTRO II. Účasť na TLTRO II sa podľa vyjadrení domácich bánk zatriktívnila príležitosťou čerpať prostriedky na veľmi dlhé obdobie, a to na štyri roky. Výhodným je podľa nich aj úročenie, hoci získanie takejto úrokovej výhody sa podmieňuje využitím prostriedkov na úvery do reálnej ekonomiky.

Na rozdiel od agregátnej úrovne eurozóny sa domáci bankový sektor nachádzal v miernejšom prebytku likvidity. Domáce banky ho zväčša kumulovali na bežných účtoch. Len niekoľko domácich bánk uskutočnilo jednoduché vklady, hoci sa ponechanie prebytku likvidity na bežnom účte úročí rovnakou úrokovou sadzbou. Využívanie depozitných operácií zrejme súviselo so snahou daných bánk vyhnúť sa výraznému preplneniu povinných minimálnych rezerv.

Okrem tendrových operácií mohli domáce banky participovať aj na jednotlivých programoch nákupu aktív v rámci programu APP, ktorý sa začal uskutočnením nákupov krytých dlhopisov od októbra 2014. Program APP sa mohol stať atraktívnejším ako predchádzajúce programy (prvé a druhé kolo programu nákupu krytých dlhopisov CBPP a programu pre trhy s cennými papiermi SMP) zaradením domácich cenných papierov, ktoré vlastnia domáce banky vo výraznej miere v portfóliách a s ktorými obchodujú na finanč-

Graf 3 Vývoj mesačných nákupov podľa programov APP v amortizovanej hodnote (v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

nom trhu. V rámci programu APP preto platilo, že domáce protistrany prejavovali záujem predávať iba slovenské cenné papiere (domáce hypotekárne záložné listy a slovenské štátne dlhopisy).

Slovenské hypotekárne záložné listy sa zobchodovali najmä na primárnom trhu, keďže sekundárny trh patrí k tým menej likvidným. Na trhu slovenských štátnych dlhopisov v rámci programu nákupu aktív verejného sektora na sekundárnych trhoch (public sector asset purchase programme – PSPP) naďalej významne dominovali zahraničné protistrany. Nižší záujem domácich bánk zobchodovať slovenské štátne dlhopisy súvisí s tým, že spomínané cenné papiere sa zväčša vlastnia v portfóliách do splatnosti.

OBCHODOVANIE BÁNK EUROZÓNY NA PEŇAŽNOM TRHU

Situácia na peňažnom trhu eurozóny bola do výraznej miery ovplyvnená rastúcim prebytkom likvidity, ktorý dosiahol nové maximum a presiahol úroveň 1 bil. €.

V prostredí tak výrazného prebytku likvidity sa subjektom s voľnými prostriedkami komplikovalo ich umiestnenie na peňažnom trhu. V dôsledku neochoty prijímať dodatočné prostriedky sa cena depozít pri najkratšej splatnosti nachádzala pod úroveň jednoduchovej sterilizačnej úrokovej sadzby.

Pri zabezpečení potrebnej likvidity na peňažnom trhu sa najviac využívajú zabezpečené obchody, ktorých význam a početnosť sa v krízovom období významne zvyšovali. Na rozdiel od repo trhu na depozitnom trhu viditeľne absentovala obchodná aktivita, a to kontinuálne od prejavu sa krízy. Spočiatku to bolo spôsobené nedôverou medzi subjektmi na medzibankovom trhu a neskôr prostredím výrazného prebytku likvidity.

Zabezpečený trh je pod tlakom nákupného programu, ktorý tento trh do určitej miery deformuje. Postupne a kontinuálne sa znižovala dostup-

3 Vybranými rokmi sa rozumejú tie, v ktorých sa uskutočnili operácie LTRO s veľmi dlhými dĺžkami splatností (jednoročná, trojročná a štvorročná).



nosť cenných papierov, ktoré sa zvyčajne používajú na repo trhu ako zábezpeka. V období zvýšenej aktivity sa táto skutočnosť zviditeľňuje, keď silnie dopyt po menej rizikových aktívach v súvislosti so snahou vylepšiť nimi bankové bilancie z dôvodu plnenia regulačných požiadaviek. Krátkodobé repo sadzby na menej rizikové štátne dlhopisy sa tým podstatne posunuli pod úroveň jednodňovej sterilizačnej úrokovej sadzby.

Zmeny nastali aj medzi repo sadzbami štátnych dlhopisov jednotlivých krajín, keď sa zaznamenal divergentný vývoj medzi menej rizikovými a rizikovejšími. Rastúce rozpätie medzi repo sadzbami so zábezpekou z tzv. skupiny General Collateral Pool (GC Pool) a zábezpekami mimo tejto skupiny indikuje, že sa sťažuje požíčovanie si určitých štátnych dlhopisov. Spomínaná situácia na repo trhu viedla k zhoršeniu podmienok aj na dlhopisovom trhu, keď sa zníženou dostupnosťou štátnych dlhopisov stával dlhopisový trh menej likvidným.

Na zabezpečenom trhu naďalej plnili významnú úlohu centrálné protistrany, prostredníctvom ktorých sa prioritne uskutočňujú obchody so zábezpekou. Ich postavenie na peňažnom trhu sa v priebehu krízy zvýraznilo, keď úlohou sprostredkovateľa prispeli k zmierneniu kreditného rizika.

Z derivátov sa na peňažnom trhu eurozóny najviac obchodovalo s devízovými swapmi, ktoré boli zároveň druhým najvyužívanejším nástrojom na peňažnom trhu. V rámci devízových swapov je štandardne najobchodovanejším americký dolár. S ostatnými menami, ako napr. s britskou librou, švajčiarskym frankom a japonským jenom sa obchoduje len minimálne.

OBCHODOVANIE DOMÁCICH BÁNK NA PEŇAŽNOM TRHU

V roku 2016 sa na peňažnom trhu výrazne znížila obchodná aktivita na domácej úrovni. Jej takmer najnižšiu úroveň od vstupu do eurozóny spôsobil výrazný pokles depozitných obchodov. Nárastom prebytku likvidity na úrovni eurozóny sa zrejme

obmedzila likviditná potreba protistrán, s ktorými domáce banky zvyčajne vstupujú do transakcií na peňažnom trhu.

Nezabezpečený trh si aj napriek markantnému poklesu udržal dominantné postavenie medzi nástrojmi peňažného trhu. Domáce banky naďalej uprednostňovali obchody bez požiadavky kolateralizácie, keďže sa uskutočňovali najmä v rámci vlastnej bankovej skupiny alebo medzi domácimi bankami. Na rozdiel od agregátnej úrovne eurozóny zabezpečené obchody naďalej patrili k menej využívanému nástroju.

Okrem nezabezpečených obchodov sa podstatnejšie obchodovalo s devízovými swapmi, ktorých rozsah na rozdiel od depozitných obchodov mierne vzrástol. Devízové swapy poskytujúce príležitosť zobchodovať aj zahraničné meny umožnili v niektorých prípadoch využitie výhodnejších trhových podmienok.

Okrem repo obchodov sa menej obchodovalo s úrokovými swapmi, pričom forwardy sa tretí rok po sebe vôbec neuskutočnili.

Medzi najvyužívanejšími druhmi obchodov výrazne prevažovali transakcie s kratšími splatnosťami. V súlade so situáciou na peňažnom trhu eurozóny aj na domácej úrovni dominovali jednodňové obchody, ktoré umožňujú flexibilnejší prístup pri riadení likvidity.

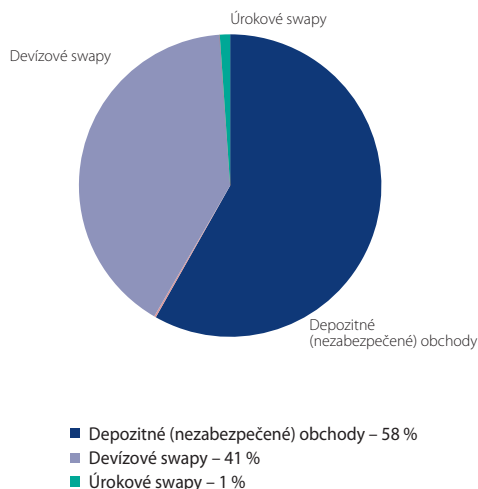
Domáce banky naďalej najviac obchodovali s protistranami mimo domáceho finančného okruhu. Vyplyva to zo skutočnosti, že mnohé pôsobia v rámci zahraničných bankových skupín. Výlučne s nerezidentmi sa zobchodovali deriváty, a to devízové a úrokové swapy.

ZÁVER

Na začiatku roka 2016 sa zhoršili makroekonomické podmienky, najmä vplyvom zvýšenej neistoty súvisiacej s vývojom čínskej ekonomiky. Poklesom cien ropy na nižšie úrovne sa opätovne oslabili inflačné očakávania. Vzhľadom na spomínané riziká ECB v marci prehodnotila nastavenie menovej politiky a rozšírila využívané postupy. Zvýšila mesačné nákupy na 80 mld. €, rozhodla o zaradení podnikových dlhopisov do nákupov a pristúpila k ďalšej sérii TLTRO na podporu úverov do reálnej ekonomiky. Okrem týchto úprav zmenila aj kvalitatívne nastavenie menovej politiky, keď znížila kľúčové úrokové sadzby na nové minimá. K ďalšej úprave výkonu menovej politiky došlo až v decembri, keď sa očakávalo rozhodnutie o nákupnom programe, vzhľadom na jeho plánované ukončenie koncom marca 2017. Program APP ECB predĺžila o 9 mesiacov a znížila výšku mesačných nákupov na pôvodných 60 mld. €, čo odôvodnila zaniknutím deflačného rizika.

Aktívnym prístupom Eurosystemu pri poskytovaní likvidity a jej kontinuálnym dodávaním prostredníctvom nákupného programu sa dosiahlo nové maximum likvidity poskytnutej bankovému sektoru eurozóny. K jej následnej redistribúcii na peňažnom trhu však v dôsledku pretrvávajúcej fragmentácie trhu nedochádzalo,

Graf 4 Štruktúra peňažného trhu podľa obchodov domácich bánk





a preto sa naďalej kumulovala v užšom okruhu krajín eurozóny. Sprievodným javom bol nárast prebytku likvidity, ktorý dosiahol nové maximum nad úrovňou 1 bil. €.

Nárast prebytku likvidity viedol k obmedzeniu obchodov na nezabezpečenom trhu, ktorý znamená od vzniku finančnej krízy v roku 2008 kontinuálny pokles. V prípade likviditnej potreby sa najčastejšie uskutočňujú transakcie so zábezpekou a prostredníctvom centrálnych protistrán, ktoré na danom trhu plnia významnú úlohu pri distribúcii likvidity. Nárastom eurovej likvidity sa obmedzoval priestor na jej zobchodovanie, preto sa využívanie devízových swapov atraktívilo vzhľadom na možnosť vyhládavania výhodnejších trhových podmienok.

Domáci bankový sektor ani v uplynulom roku neprejavil zvýšený záujem o tendrové operácie. Výnimkou boli opätovne operácie s veľmi dlhými splatnosťami, a to LTRO cieleňé na podporu reálnej ekonomiky. Dôvodom zvýšeného záujmu domáceho bankového sektora boli výhodnejšie podmienky danej operácie, ktorá spočívala v možnosti požičať si prostriedky na dlhšie obdobie, a to na štyri roky. V prípade splnenia podmienok môžu získať mimoriadne výhodné úročenie požičaných prostriedkov dokonca zápornou jednotňovou sterilizačnou úrokovou sadzbou.

V rámci nákupného programu sa oproti predošlým rokom záujem domácich bánk o zobchodovanie cenných papierov nezmenil, naďalej dominovali zahraničné protistrany. V rámci programu CBPP3 sa slovenské hypotekárne záložné listy obchodovali s domácimi protistranami. Okrem primárneho trhu sa nakúpili aj na sekundárnom trhu, hoci ten sa považuje za menej likvidný. V programe PSPP boli naďalej aktívnejšie zahraničné protistrany, s ktorými sa uskutočnilo viac obchodov ako s domácimi bankami.

Nárast prebytku likvidity v rámci eurozóny negatívne zasiahol obchodnú aktivitu aj na domácej úrovni. Na peňažnom trhu sa evidovala takmer najnižšia aktivita domácich bánk od vstupu do eurozóny. V rámci nástrojov sa výrazne obmedzili nezabezpečené obchody. Opätovne nedošlo k výraznejšiemu využívaniu repo obchodov, aj vzhľadom na zníženú potrebu domácich subjektov siahnuť po tejto alternatíve, keďže sa väčšina

transakcií uskutočňuje v rámci vlastnej bankovej skupiny a v domácom okruhu.

VÝHLAD NA ROK 2017

Priaznivé ekonomické indikátory zverejnené na začiatku tohto roku naznačili, že sa makroekonomické prostredie vo viacerých krajinách postupne zlepšuje. K týmto indikátorom patrila aj miera inflácie v Nemecku a eurozóne, ktorá prekvapila svojím výrazným nárastom. Spolu s návratom inflačných očakávaní a možným zlepšením výhľadu ekonomického prostredia podporeného aj predpokladaným účinkom opatrení novej administratívy v USA (daňové úpravy, budovanie infraštruktúry a zníženie regulačných požiadaviek) sa obnovili odborné diskusie o možnom ukončení kvantitatívneho uvoľnenia v eurozóne.

Podmienky nákupného programu a výkon menovej politiky boli síce zmenené a predĺžené do konca aktuálneho roka, trh však očakáva na úrovni ECB začiatok diskusie o možnom ukončení neštandardných opatrení v druhom polroku. Vzhľadom na významnosť programu nákupu aktív v aktuálnej štruktúre menovopolitických nástrojov sa preto predpokladá, že sa pri výstupnej stratégii najprv postupne utlmí tempo, veľkosť nákupného programu, čo je proces známy ako tzv. tapering. V rámci signalizácie budúceho smerovania menovej politiky (forward guidance) sa predpokladá, že kľúčové úrokové sadzby zostanú na súčasnej alebo nižšej úrovni počas dlhšieho obdobia, aj po ukončení nákupného programu.

Rok 2017 je rokom politických udalostí, a preto aj riziká z nich potenciálne plynúce patria k najdôležitejším. Popri neistote či očakávaníach vyplývajúcich z postupov uplatňovaných novým americkým prezidentom a jeho administratívou ide o rad pre EÚ a eurozónu systémovo dôležitých udalostí, ktorých koncentrácia je v roku 2017 pravdepodobne nadpriemerná. Ide najmä o možné predčasné voľby v Taliansku, o všeobecné voľby v Holandsku a Nemecku, o prezidentské voľby vo Francúzsku, ale aj o niektoré regionálne, no stále významné spoločensko-politické rozhodovania, a nakoniec o pripravovaný postup brexitu. Medzi až zásadné prvky s potenciálom ovplyvniť širšie spoločensko-politické prostredie je znovu nastoľovaná téma Grécka.