



# Operácie menovej politiky ECB a situácia na peňažnom trhu v roku 2017

Roman Kostelný  
Národná banka Slovenska

*Situáciu na finančnom trhu v roku 2017 predznamenal zvýšený počet plánovaných politických udalostí vo viacerých krajinách eurozóny. Rozširujúce sa obavy trhu z materializácie rastúcej podpory populistických nesyntetických strán opätovne zvýraznili význam politického rizika na dianie na finančnom trhu s možnými negatívnymi dôsledkami na ekonomiku príslušných európskych krajín. V sledovanom období sa všeobecne očakával divergentný vývoj menových politik dvoch kľúčových centrálnych bánk, a to Európskej centrálnej banky a Federálneho rezervného systému USA. V eurozóne žiadny z trhových indikátorov nenaznačoval prípadnú zmenu vo vývoji kľúčových úrokových sadzieb a ani v prípade neštandardných opatrení neboli výraznejšie očakávania týkajúce sa modifikácie parametrov programu nákupu aktív. Dôvodom bolo vopred známe nastavenie podmienok výkonu tohto programu na celý kalendárny rok 2017. Do popredia záujmu odbornej verejnosti sa dostali prognózy naznačujúce zlepšenie vývoja inflácie v eurozóne, resp. ekonomického rastu, a otázka primeranosti uplatňovanej miery akomodačnej menovej politiky.*

## MENOVOPOLITICKÉ ROZHODNUTIA ECB

Vzhľadom na odsúhlasenie parametrov programu nákupu aktív (asset purchase program – APP) na poslednom zasadnutí Rady guvernérov ECB v roku 2016, sa na finančnom trhu začiatkom roku 2017 nečakali žiadne zásadnejšie rozhodnutia ECB týkajúce sa tohto programu či nastavenia kľúčových úrokových sadzieb. Doplnili sa iba detaily k už schválenému akceptovaniu nákupu cenných papierov s výnosmi pod úrovňou úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií. Na celý kalendárny rok 2017 tak boli už od decembra 2016 vopred známe podmienky programu APP. Počas prvého štvrtroka 2017 sa malo pokračovať nezmeneným tempom čistých mesačných nákupov na priemernej úrovni 80 mld. €, no počas ďalších štvrtrokov sa už malo uplatňovať znížené mesačné tempo čistých nákupov na priemernej úrovni 60 mld. €.

Na zlepšujúce sa parametre ekonomického prostredia reagovala ECB v júni 2017 úpravou tej časti signalizácie budúceho nastavenia menovej politiky (forward guidance), ktorá sa týka kľúčových úrokových sadzieb. Vyňala zmienku o nižších úrovniach úrokových sadzieb, ktoré dovtedy naznačovali potenciálnu reakciu menovej politiky na nepredpokladané nepriaznivé udalosti. Z úvodného stanoviska bola takisto vyňatá zmienka o tom, že v prípade nutnosti bude Rada guvernérov ECB konať a použije všetky nástroje dostupné v rámci mandátu. Zmyslom týchto úprav bolo naznačiť, že už neexistuje taký urgentný dôvod, dovtedy vyvolaný deflačným rizikom, na prijímanie ďalších opatrení, aby bolo nevyhnutné zachovať vyššiu mieru akomodačnej menovej politiky.

Blížiac sa ukončenie aktuálne platného obdobia programu APP a zároveň podmienok výkonu

refinančných operácií predznamenovalo opätovnú diskusiu na úrovni ECB o rekalibrácii parametrov opatrení menovej politiky. S daným rozhodnutím prišla ECB už v októbri, keď opäť predĺžila obdobie výkonu programu APP o 9 mesiacov, minimálne až do konca septembra 2018. Tempo čistých mesačných nákupov sa však výrazne znížilo zo 60 mld. € na 30 mld. €. Nešlo však o redukciu všeobecne známou pod označením ako tzv. tapering, keďže ukončenie programu APP nie je presne datované.

S cieľom zvýšiť transparentnosť pri výkone programu APP ECB rozhodla o zverejňovaní agregovanej informácie bez identifikácie konkrétnych jurisdikcií o splatných cenných papieroch v mesačnej periodicite a za obdobie nadchádzajúcich 12 mesiacov, a to v členení podľa jednotlivých programov APP. Doplnujúcou informáciou k procesu reinvestičnej aktivity bola konkretizácia postupu pri reinvestícii splatných cenných papierov verejného sektora. Tie sa majú reinvestovať v mesiaci ich splatnosti alebo v nasledujúcich dvoch mesiacoch, a to pri zachovaní jurisdikcie splatného cenného papiera. Blížšou špecifikáciou reinvestičnej politiky sa odstránili počiatočné dohady trhu, že ECB nebude striktnie viazať obnovenie splatných cenných papierov iba na ich jurisdikcie, aby zabezpečila bezproblémový priebeh celého programu APP.

V rámci rozhodnutí ECB prijatých v októbri bolo uskutočňovanie hlavnej refinančnej operácie a trojmesačnej dlhodobej refinančnej operácie potvrdené v nezmenenej forme, minimálne až do konca posledného udržiavacieho obdobia povinných minimálnych rezerv v roku 2019. Vzhľadom na ich marginálne využívanie však táto informácia nemala pre finančný trh zásadnejší význam.



Počas sledovaného obdobia sa na tlačových konferenciách ECB a medzi odbornou verejnosťou diskutovalo o otázkach aktuálneho výkonu menovej politiky. Medzi odbornou verejnosťou sa diskutovalo o možnom odstránení naviazania existencie programov APP na dosiahnutie inflačného cieľa vzhľadom na pozvoľný utlmený vývoj inflácie, v dôsledku čoho by sa uvoľnil striktno definovaný záväzok komunikačnej stratégie, tzv. forward guidance, čo by umožnilo flexibilnejšie kalibrovať parametre programu APP. Očakávaným obdobím splatných cenných papierov naberá na význame reinvestičná politika, ktorá však nie je naviazaná na forward guidance tak, ako v prípade samotného výkonu programu APP. Postupná redukcia nákupného tempa sa nepovažuje za tzv. tapering ako v prípade kvantitatívneho uvoľnenia Fedu, keďže nákupný program ECB je definovaný s otvoreným koncom, preto ide v prípade akejkoľvek rekalibrácie len o tzv. downsizing. Jednou z tém, najmä v období prudkého zhodnotenia spoločnej meny eurozóny, bola samotná hodnota výmenného kurzu vzhľadom na jej možné vedľajšie efekty na ekonomický rast a infláciu a jej dôsledky na menovú politiku. Keďže ekonomické prostredie sa postupne zlepšuje, vyskytli sa aj názory na možný začiatok diskusie o tzv. sekvencii kľúčových úrokových sadzieb, teda o postupnej úprave kvalitatívnych parametrov menovej politiky.

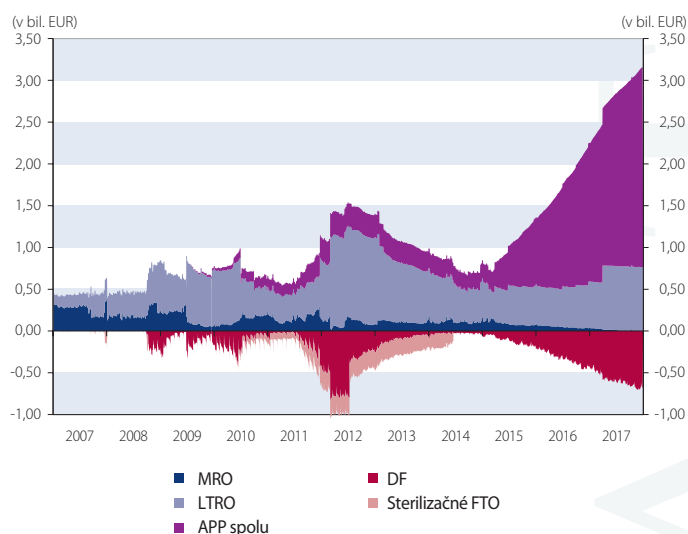
### VÝKON MENOVOPOLITICKÝCH OPERÁCIÍ A SITUÁCIA V OBLASTI LIKVIDITY

Celková poskytnutá likvidita v rámci eurozóny pokračovala v náraste a dosahovala nové historické maximá presiahnutím úrovne 3 bil. €. Najvýraznejší medziročný prírastok podporil predovšetkým prílev likvidity z prebiehajúceho programu APP, zatiaľ čo štandardné refinančné operácie prispeli len marginálne, a to aj napriek uskutočneniu poslednej tranže druhej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO). V mnohých jurisdikciách práve TLTRO II takmer úplne nahradilo refinancovanie zo štandardných menovopolitických operácií (hlavné refinančné operácie – MRO a 3-mesačné dlhodobější refinančné operácie – LTRO), a to z dôvodu výhodnejších podmienok poskytnutých v cielenom refinancovaní (úročené úrokovou sadzbou jednodňovej sterilizačnej operácie, rovnaká dĺžka splatnosti pre všetky tranže, väčšie objemové limity čerpania a bez povinného predčasného splatenia). V tendroch MRO čerpané čiastky postupne klesali na nové historické minimá, v dôsledku čoho sa význam danej operácie medzi inštrumentmi zmarginalizoval a bol nižší ako 1 %, pričom v predkrízovom období bola táto operácia pre bankový sektor významným systémovým zdrojom likvidity, keďže jej podiel na celkovej poskytnutej likvidite bol približne 66 %. Dlhodobější refinančné zdroje sa prílevom likvidity z poslednej tranže druhej série TLTRO zvýšili, odvtedy však vplyvom predčasného splácania iba klesali. Prvá séria TLTRO bola v priebehu roka 2017 takmer úplne splatená, pričom najväčšia časť ešte v júni 2016,

a to vďaka možnosti zámery a vstupu do čerpania prvej tranže TLTRO druhej série – TLTRO II.

Implementácia programu nákupu aktív pokračovala bez problémov nákupom cenných papierov súkromného sektora (krytých dlhopisov, cenných papierov) krytých aktívami a podnikových cenných papierov, ako aj cenných papierov verejného sektora emitovaných centrálnymi vládami, regionálnymi vládami, agentúrami a nadnárodnými inštitúciami. Na úrovni jednotlivých jurisdikcií mesačné nákupy dočasne kolísali oproti nákupnému cieľu vypočítanému na základe kapitálového kľúča. Dôvodom bol narastajúci význam reinvestícií splatných cenných papierov. To vyvolávalo medzi odbornou verejnosťou zvýšenú pozornosť a viaceré

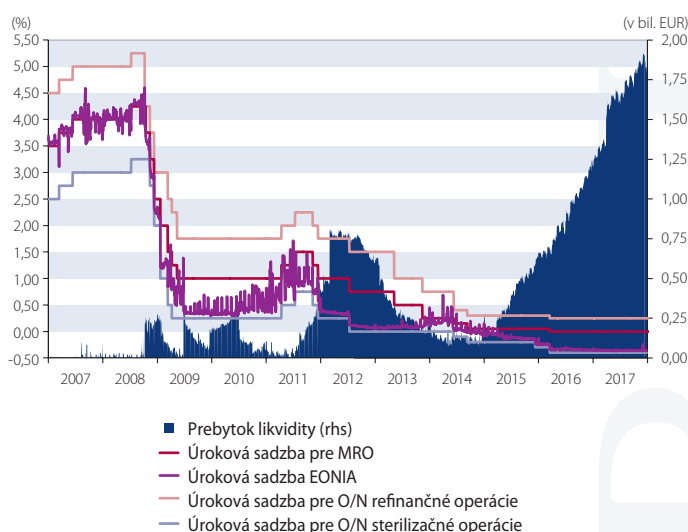
Graf 1 Vybrané operácie menovej politiky ECB (v bil. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: MRO – hlavná refinančná operácia, LTRO – dlhodobější refinančná operácia (vrátane cielenej 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.

Graf 2 Vývoj kľúčových úrokových sadzieb ECB a prebytku likvidity



Zdroj: Bloomberg.



dohady o potenciálnej úprave stratégie nákupov vzhľadom na aktuálne podmienky na finančnom trhu, najmä v období zvýšeného napätia. Takéto momenty sa však snažil prezident ECB zmierniť.

Prírastkom likvidity (najmä z programu APP a hlavne preto, že dodávaná likvidita výrazne prevýšila skutočné likviditné potreby bankového sektora) agregátny prebytok likvidity pokračoval v náraste na nové historické maximum k úrovni 1,9 bil. €. V druhom polroku 2017 sa však vplyvom zníženého tempa programu APP a pokračujúceho vplyvu zvyšujúcich sa autonómnych faktorov, ktoré voľnú likviditu znižovali, tempo prírastku značne spomalilo.

Priebežná kumulácia voľnej likvidity závisela okrem tempa jej prírastku práve aj od vývoja transakcií v rámci autonómnych faktorov. Z bankového sektora zvyčajne odčerpali likviditu transakcie s absorpčným efektom, z nich najvýznamnejšie boli transakcie s vládnymi vkladmi a likvidita ukladaná inštitúciami verejného sektora. Prebytok likvidity bol okrem prílevu vyplývajúceho z aktívne uskutočňovaných menovopolitických operácií zvyčajne podporený transakciami investičných aktivít národných centrálnych bánk Eurosystemu. Nepriaznivé podmienky na finančnom trhu však schopnosť reinvestovať splatné aktíva komplikovali, čo v konečnom dôsledku viedlo k odčerpaniu likvidity z bankového sektora.

Pri pohľade na distribúciu prebytku likvidity medzi jednotlivými krajinami nenastali významnejšie zmeny, keď sa prevažná väčšina voľných prostriedkov naďalej vysoko koncentrovala v užšom okruhu krajín. Na rozdiel od predošlých rokov však prebytok likvidity začal narastať aj v takých krajinách, ktoré sa predtým vyznačovali jej vyrovnaným stavom.

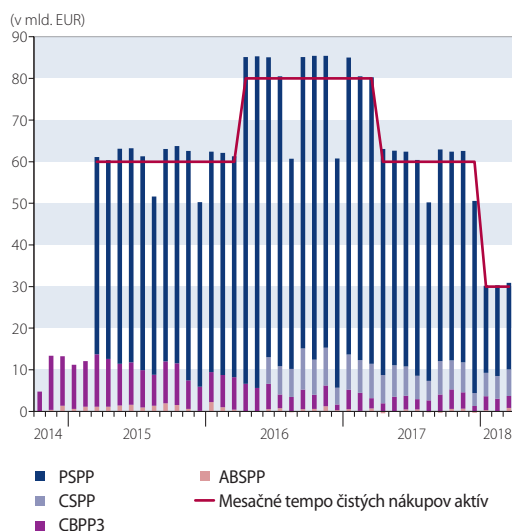
Možno konštatovať, že v sledovanom období sa riadenie prebytku likvidity stabilizovalo, keď vyše 60 % voľných prostriedkov zostalo v bankovom systéme bez využívania jednodňových vkladov. K uskutočňovaniu jednodňových vkladov v národných centrálnych bankách viedli príslušné subjekty skôr interné pravidlá ako racionálna podstata, vzhľadom na rovnaké úročenie prebytku na bežnom účte ako v rámci jednodňového vkladu. Interné pravidlá znamenali zväčša snahu subjektov pokračovať v riadení voľnej likvidity aj v súčasnom prostredí, pričom nie zanedbateľnú úlohu tu zohrali regulátorne požiadavky.

### ÚČASŤ DOMÁCICH BÁNK NA MENOVOPOLITICKÝCH OPERÁCIÁCH ECB

Domáci bankový sektor podobne ako v predchádzajúcich rokoch menovopolitický rámec intenzívnejšie nevyužíval. Štandardné menovopolitické operácie využíval veľmi zriedka a v nízkych objemoch, zatiaľ čo na neštandardných sa zúčastnil širší okruh domácich protistrán, hoci sa v danom roku uskutočnila iba jedna tranža TLTRO II, ktorá bola zároveň poslednou z tejto druhej série.

Na štandardnom rámci operácií, a to na hlavnej refinančnej operácii (MRO) a na trojmesečnej dlhodobšej refinančnej operácii (LTRO) sa domá-

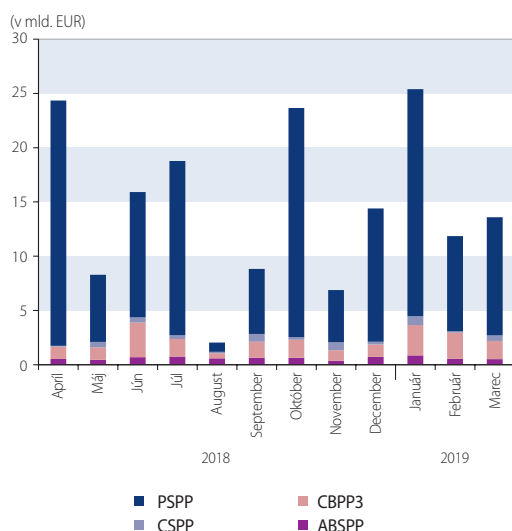
Graf 3 Mesačné tempo čistých nákupov podľa programu nákupu aktív



Zdroj: ECB.

Poznámka: Údaje za programy nákupu aktív sú uvedené v nákupnej hodnote. PSPP – program nákupu cenných papierov verejného sektora, CSPP – program nákupu cenných papierov podnikového sektora, CBPP3 – tretí program nákupu krytých dlhopisov, ABSPP – program nákupu cenných papierov krytých aktívami.

Graf 4 Odhad mesačných splatností za program nákupu aktív (APP) počas obdobia 12 mesiacov



Zdroj: ECB.

Poznámka: Údaje za programy nákupu aktív sú uvedené v menovitej hodnote.

ce banky zúčastňovali iba sporadicky a čerpali iba nízke sumy dostupných finančných prostriedkov, a to vzhľadom na možnosť stále priaznivých podmienok na peňažnom trhu. Dôvod ich participácie zrejme vyplýval z nutnosti vylepšiť plnenie ukazovateľov likvidity.

Na druhej sérii cielených dlhodobjších operácií sa už v predchádzajúcich tranžach zúčastnil podobný okruh domácich bánk, rovnako ako na neštandardných operáciách orientovaných na poskytnutie likvidity s mimoriadnou dĺžkou splat-



nosti. V priebehu roku 2017 mali domáce banky možnosť predčasne splácať čerpané prostriedky z prvej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO I). Mnohé banky tak urobili už pri uskutočnení prvej tranže TLTRO II, čím využili možnosť úplne sa presunúť do TLTRO II za výhodnejších podmienok (úročenie úrokovou sadzbou jednodňovej sterilizačnej operácie, rovnaká dĺžka splatnosti pre všetky tranže, väčšie objemové limity čerpania a bez povinného predčasného splatenia).

Čo sa týka programu nákupu aktív, domáce banky na ňom participovali menej než v predchádzajúcich rokoch. Nižšie objemy obchodovaných prostriedkov vyplývali zo zníženého mesačného tempa nákupov na agregátnej úrovni, čo sa prejavilo na štruktúre nákupov jednotlivých nástrojov vrátane slovenských cenných papierov. Transakcie s nerezidentmi tak tvorili jednoznačne najvýznamnejšiu časť nákupov.

Na situáciu domáceho bankového sektora v oblasti likvidity vplývali autonómne faktory z domáceho finančného okruhu, išlo predovšetkým o riadenie likvidity agentúrou Ardal a o vývoj obeživa. Zdroje štátu agentúra Ardal primárne ukladala v domácom bankovom sektore, no v prípade nedostatku príležitostí boli transferované do NBS ako vládne vklady, v dôsledku čoho sa porporcionálne zredukovala likvidita v domácom bankovom sektore. Ďalším autonómnym faktorom bolo obeživo, ktoré však v sledovanom období nezaznamenalo osobitný vývoj. Jeho kontinuálny rast v súlade s historickým trendom odčerpával z bankového sektora likviditu, hoci v porovnaní s ostatnými položkami autonómných faktorov len v nižších objemoch.

Situácia v oblasti likvidity sa v domácom bankovom sektore nezmenila. Sektor sa naďalej nachádzal v prebytku likvidity, hoci vo výrazne nižšom ako na agregátnej úrovni eurozóny. Vzhľadom na nezmenený prístup domácich bánk pri riadení likvidity sa prebytok stále kumuloval bez výraznejšieho využívania depozitných obchodov. Aktívnejšie riadili prebytok likvidity len niektoré domáce banky, ktoré transferovali voľné prostriedky na jednodňové vklady aj napriek tomu, že jednodňové vklady v centrálnej banke sú rovnako úročené ako prebytok ponechaný na bežnom účte. Ich neobvyklá aktivita môže súvisieť s internými pravidlami daných bánk pri riadení likvidity. V rámci jednodňových vkladov došlo, aj keď iba veľmi zriedka, k uplatneniu refinančnej pozície v prípadoch nesplatenia vnútrodenného úveru a jeho automatického nahradenia. Takto čerpané zdroje svojim objemom naznačovali, že daným bankám sa na pokrytie deficitu zdrojov neoplatilo dodatočne uskutočniť štandardný medzibankový obchod. Jednodňové refinančné operácie sa využívali aj priamo a aktívne. Rozdiel oproti automatickému čerpaniu bol v tom, že takto poskytnuté prostriedky zvýšili aktuálny stav bežného účtu, čo banky iniciovali v prípadoch potreby deponovania vyššieho zostatku na bežnom účte, napríklad v dôsledku snahy vylepšiť plnenie ukazovateľov likvidity.

## OBCHODOVANIE BÁNK EUROZÓNY NA PEŇAŽNOM TRHU

Situácia na peňažnom trhu eurozóny sa v porovnaní s predchádzajúcimi rokmi takmer nezmenila. Úrokové sadzby nezabezpečeného trhu mierne klesali až stagnovali a zostali bez výraznejších výkyvov aj počas kritickejších období na konci štvrtrokov, keď sa na peňažnom trhu štandardne vyskytuje zvýšená volatilita. Jednodňové úrokové sadzby prechodne prudko vzrástli iba v novembri, keď dosiahli nezvyčajnú hodnotu -24 bázických bodov. Dôvodom takéhoto vývoja boli transakcie mimoriadnych účastníkov, ktorí svojou participáciou na peňažnom trhu zásadne ovplyvnili výslednú hodnotu sadzby EONIA. Od zníženia úrokovej sadzby jednodňovej sterilizačnej operácie ECB na -40 bázických bodov v marci 2016 sa sadzba EONIA pohybovala v stabilne užšom pásme -35 až -36 bázických bodov. Zobchodované objemy pri najkratšej dĺžke splatnosti v prostredí rastúceho prebytku likvidity stagnovali na historicky najnižších úrovniach.

Na zabezpečenom trhu sa situácia v priebehu sledovaného obdobia stabilizovala po tom, čo koncom roku 2016 zvýšené napätie spôsobilo prudký nárast úrokových sadzieb. V priebehu sledovaného obdobia zvyčajné hľadanie vysokokvalitných aktív v rámci riadenia bankových bilancií zásadnejšie neovplyvňovalo na sadzby zabezpečeného trhu. Dôvodom utlmenia tlakov na zabezpečenom trhu bol podľa účastníkov trhu pozitívny efekt ďalšieho nástroja ECB – požičiavania cenných papierov (Securities Lending), v rámci ktorého sa požičiavajú cenné papiere nakúpené v rámci programu APP aj oproti hotovosti. Jednodňová úroková sadzba zabezpečeného trhu GC Pool stagnovala pod úrovňou depozitnej úrokovej sadzby. Zobchodované obraty za sadzbu GC Pool (obchody iniciované kvôli obstaraniu likvidity) však poklesli a naopak za sadzbu RepoFunds (obchody iniciované kvôli získaniu cenného papiera) vzrástli. Odlíšny vývoj obrátov za dané sadzby poukázal na zmenu ekonomickej podstaty repo transakcií. Aktivita účastníkov v rámci zabezpečeného trhu sa presunula z dovtedy zaužívaného obstarávania likvidity oproti kolaterálu na vyhľadávanie konkrétnych cenných papierov, označovaných aj ako tzv. špeciálne cenné papiere. Ide o také cenné papiere, ktoré majú vysokú kvalitu a ich dostupnosť sa na dlhopisovom trhu vplyvom nákupného programu ECB značne znižuje.

Údaje získané v rámci MMSR (Money Market Statistical Reporting) od najväčších bánk v eurozóne naznačujú, že aktivita na nezabezpečenom trhu sa odohráva predovšetkým na domácom trhu, teda nedochádza vo väčšej miere k cezhraničným transakciám. Väčšina obchodov sa však uskutočňuje predovšetkým na zabezpečenom trhu, na ktorom plnia kľúčovú úlohu osobitné subjekty označované ako centrálny protistrany, prostredníctvom ktorých sa zobchoduje výrazná väčšina transakcií.

V sledovanom období sa na peňažnom trhu zaznamenal trend zvyšovania významu vnútro-



denného obchodovania. Ide v podstate o paralelné využívanie vnútrodennej čerpania likvidity popri možnosti, ktorú štandardne poskytujú centrálné banky. Je viacero dôvodov zabezpečenia vnútrodennej likvidity priamo na medzibankovom trhu; patrí medzi ne zabezpečenie plynulého priebehu platobného styku a preferencia riadenia vnútrodennej likvidity v súvislosti s plnením požiadaviek regulátorov.

### **OBCHODOVANIE DOMÁCIH BÁNK NA PEŇAŽNOM TRHU**

Obchodná aktivita domácich bánk na peňažnom trhu výrazne poklesla, medziročne takmer o päťinu, a dosiahla najnižšiu úroveň od vstupu do eurozóny.

Zaznamenal sa aj pokles v prípade všetkých individuálnych peňažných produktov, najviac devízových swapov. V štruktúre peňažného trhu nedošlo k významnejším zmenám, dominantné postavenie si naďalej udržali depozitné obchody, a to s podielom vyše 50 %. Obchodná aktivita sa naďalej koncentruje medzi subjekty nepožadujúce zábezpeku za poskytnutú likviditu. Väčšina depozitných obchodov sa odohráva v rámci vlastnej bankovej skupiny, čo eliminuje potrebu zabezpečiť sa voči riziku protistrany.

Aj napriek výraznému poklesu sú naďalej druhým najviac obchodovaným nástrojom devízové swapy. S ostatnými nástrojmi peňažného trhu sa obchodovalo minimálne, forwardové obchody sa už štyri roky po sebe nezaznamenali.

Repo obchody na domácom trhu – na rozdiel od agregátnej úrovne eurozóny – stále netvorila podstatnejšiu časť trhu. Zabezpečené obchody sa uskutočnili medzi domácimi bankami bez účasti zahraničnej protistrany.

Dominantné postavenie majú naďalej transakcie s nerezidentmi, ktoré tvoria približne 90 % z celkového počtu. Medzi domácimi bankami navzájom sa štandardne obchodovalo iba formou depozitných a repo obchodov, zatiaľ čo devízové a úrokové swapy sa vzhľadom na svoju podstatu plne štandardne uskutočnili s protistranami mimo domáceho okruhu.

### **ZÁVER**

Situáciu na finančnom trhu v eurozóne v roku 2017 podporil pozitívny makroekonomický výhľad, ako aj pokračujúca vyššia miera akomodačnej menovej politiky ECB. Z prostredia menových autorít neprišiel pre peňažný trh žiadny významnejší impulz a podobná situácia bola i v rámci samotných účastníkov trhu. Kontinuálny nárast prebytku likvidity na nové historické úrovne nemal už na peňažný trh taký výrazný vplyv ako v predchádzajúcich obdobiach.

Finančný trh eurozóny ovplyvňoval zvýšený počet politických udalostí. Počiatočné obavy z materializácie politického rizika sa však nakoniec nepotvrdili, napriek tomu, že v prípade Katalánska nie je situácia ani po predčasných regionálnych voľbách dostatočne jasná a istá.

Naďalej pretrvávala divergencia v nastavení kľúčových svetových menovopolitických autorít. ECB využívala uvoľnenú menovú politiku iba s minimálnymi zásahmi a naopak Fed pokračoval v procese postupného zvyšovania úrokových sadzieb a fázu sprísňovania menovej politiky zvýrazil začatím obmedzovania reinvestícií splatných cenných papierov nakúpených v rámci kvantitatívneho uvoľňovania. ECB počas roku 2017 udržiavala vyššiu mieru akomodačnej menovej politiky, k úprave svojich postupov pristúpila len v menšej miere. Potreba zosúladiť komunikačnú stratégiu, tzv. forward guidance, vzišla zo zlepšujúceho sa makroekonomického prostredia a tým, že sa vytratil adverzný scenár súvisiace s deflačným rizikom. Niektoré úpravy sa uskutočnili i vo výkone programu nákupu aktív – APP, keď sa ďalej znížilo tempo mesačných čistých nákupov. Ďalšie zásahy do nastavenia menovej politiky opatrne naznačili predstavitelia Rady guvernérov ECB, podľa ktorých sa zrejme program APP ukončí už v tomto roku a diskusia sa tak presunie na tému kľúčových úrokových sadzieb ako pôvodného štandardného kvalitatívneho nástroja riadenia menovej politiky.

Domáci bankový sektor tak ako v predchádzajúcich rokoch nevyužíval intenzívnejšie ani častejšie menovopolitický rámec. Väčšia účasť v poslednej tranži TLTRO II len potvrdila predošlé správanie domácich bánk, keď sa v prípade operácií s mimoriadnymi dlžkami splatností zvyčajne zaznamenal zvýšený dopyt. V rámci programu APP neboli domáce banky také aktívne a výrazná väčšina obchodov sa naďalej uskutočnila so zahraničnými protistranami. Na peňažnom trhu aktivita domácich bánk výrazne klesla až na najnižšiu úroveň od vstupu do eurozóny. Najvýraznejšie k tomu prispeli devízové swapy, pokleslo však aj využitie všetkých peňažných nástrojov. Ich vývoj nenaznačuje približovanie sa k zvyklostiam eurozóny. Repo obchody sa využívali naďalej iba zriedkavo. Obchodná aktivita sa koncentrovala do transakcií s nerezidentmi.

Čo sa týka roku 2018, žiadny z indikátorov nenaznačuje vyššiu a pravidelnejšiu účasť domácich bánk na operáciách menovej politiky. Určitým impulzom môže byť zmenená legislatíva v oblasti emisie krytých dlhopisov s následným vplyvom na využívanie programu nákupu krytých dlhopisov CBPP3.

Ani rok 2018 nebude v eurozóne bez politického rizika. V Taliansku sa v marci 2018 uskutočnili parlamentné voľby, definitívnu nemusí byť ani pozícia Katalánska. Skôr pozitívne očakávania sa spájajú s Gréckom, keď zlepšujúci sa vývoj gréckej ekonomiky, verejných financií a pokračovanie v úsporných opatreniach predznamenávajú ukončenie využívania zahraničnej finančnej pomoci v rámci tretieho kola záchranného programu. Problém gréckeho vládneho dlhu však pretrváva. Mimo krajín eurozóny, ale so systémovým vplyvom rezonuje pokračovanie vyjednávania Spojeného kráľovstva o podmienkach vystúpenia z Európskej únie.