

## **Kvantitatívne uvoľňovanie a jeho vplyv na akciový trh USA.**

Quantitative easing and its impact on the U. S. stock market.

### **Abstract**

The global financial crisis has brought to the economies of individual countries, the possibility of its solutions, which are not frequently used. Quantitative easing of monetary policy is instrument of the central bank, which the bank buy securities adds liquidity to the market and increases the money supply. In this way, trying to revive the country's economy and promote financial market. USA was the first country where the central bank started quantitative easing after the outbreak of the crisis, to support its economy. This instrument then used the Bank of England and European Central Bank. Fed tried this tool to support the financial markets, as reflected in particular in the stock market during the first and second waves of quantitative easing.

**Keywords: quantitative easing, stock market, index**

**JEL: E44, E51,**

### **Úvod**

Hoci od prepuknutia ostatnej krízy ubehlo už päť rokov, pojem globálna finančná a hospodárska kríza je stále skloňovaný či už medzi odbornou, ale aj medzi širokou verejnosťou. Kríza prepukla v roku 2008, kedy v USA skrachovala investičná banka Lehman Brothers. Banka bola úzko previazaná s hypotekárnymi agentúrami Freddie Mac a Fannie Mae, ktoré boli podporované štátom. Vzhľadom na politiku vlády Spojených štátov sa začala vytvárať na hypotekárnom trhu výraznejšia bublina už začiatkom nového storočia a prvýkrát sa prejavila v roku 2007, keď skrachovali hedgeové fondy Bear Stearns. Hoci finančné trhy, vzhľadom na nečakaný krach spozorneli, skutočná panika prepukla až o rok neskôr. Pád cien nehnuteľností, následne poklesy indexov a veľké finančné straty spôsobili problémy finančných inštitúcií a celého bankového sektora. Cez prepojenosť ekonomík sa kríza cez finančnými trmi rozšírila do celého sveta. Ekonómovia hovoria o najhoršej recesii od Veľkej hospodárskej krízy v tridsiatych rokoch dvadsiateho storočia. Aby sa podporili ekonomiky a zmiernili dopady, vlády a centrálné banky pristúpili k opatreniam a k pomoci, najmä finančnému systému, hoci o účinnosti niektorých opatrení sa doteraz vedú diskusie.

### **Najvýznamnejšie opatrenia FED v boji s recesiou**

Kvantitatívne uvoľňovanie bolo jedným z opatrení FEDu, ako vrátiť na trh likviditu. Nebolo jediným, zato však asi najdiskutovanejším. Prvým opatrením bolo zníženie úrokovej sadzby hlavných refinančných operácií. Od roku 2008 je na úrovni 0 – 0,25 % . FED zároveň

prisľúbil, že sa bude snažiť udržať úrokové sadzby na nízkej úrovni, aby podporil finančný systém krajiny.

Úpravou podmienok pre jednodňové refinančné operácie vznikol program Term Auction Facility TAF, pomocou ktorého dodával FED na trh likviditu. Išlo o program, kde sa úroková sadzba určovala pomocou aukcie a banky ostávali v anonymite. Doba splatnosti bola pôvodne určená na 28 dní, no neskôr sa predĺžila až na 84 dní. Reakcie na účinnosť TAF však neboli jednoznačné. Prevládal názor, že tento program skôr podporuje nestabilitu bankového sektora namiesto toho, aby mu pomáhal a že v budúcnosti by mohol spôsobiť problémy v oblasti úverovej aktivity finančných inštitúcií.

Nasledovalo niekoľko programov z oblasti úverového a likvidného uvoľňovania. Term securities lending facility mal za úlohu podporiť likviditu na peňažnom trhu pomocou pokladničných poukážok a skončil v roku 2010. Term Asset-Backed Securities Loan Facility mal podporiť záujem bánk o poskytovanie nových úverov. Maiden Lane Transaction bol špeciálne určený program na riešenie najvážnejších problémov, ktoré si vyžadovali aj špeciálne úverové operácie. Tento program spustila Federálna rezervná banka New York a pozostával zo založenia spoločností, ktoré vykonávali tieto operácie za účelom pomoci finančným inštitúciám. Maiden Lane I pomáhala pri fúzii spoločností Bear Stearns a JP Morgan Chase & CO v roku 2008. Maiden Lane II a III vznikli po prepuknutí vážnych problémov v poisťovacej spoločnosti AIG, ktorej hrozil krach. Koncom roka 2012 tieto spoločnosti vyrovnali všetky pohľadávky, ktoré vyplynuli z týchto operácií.

Asi najsledovanejším opatrením FEDu bolo kvantitatívne uvoľňovanie monetárnej politiky. Hoci s týmto krokom mnohé centrálné banky v takom rozsahu, v akom ho plánoval FED nesúhlasili, pozorne sledovali, aký bude mať dopad na ekonomiku krajiny USA. Kvantitatívne uvoľňovanie so sebou prináša nie len podporu finančným trhom, ale aj zvyšovanie inflácie a vzhľadom na vyššiu peňažnú ponuku, aj tlak na zníženie úrokových sadzieb. To bol však problém, keďže úrokové sadzby FED znížil a boli na najnižšej úrovni. Kvantitatívne uvoľňovanie by teda malo pomôcť tam, kde zlyhal nástroj znižovania úrokových sadzieb, ktorý slúži na dodanie likvidity na trh, čiže zvýšiť peňažnú ponuku a tým podporiť finančný trh. Kombináciou týchto dvoch nástrojov sa mal dosiahnuť efekt naštartovania ekonomiky za predpokladu, že banky budú mať dostatočné rezervy na to, aby poskytovali úvery a zároveň ekonomické subjekty, ako sú domácnosti, firmy, či investori, budú mať záujem si požičať.

### **Kvantitatívne uvoľňovanie monetárnej politiky v USA**

USA bolo síce prvou ekonomikou, ktorá sa odhodlala využiť kvantitatívne uvoľňovanie (QE) po prepuknutí ostatnej krízy, nebolo však prvou ekonomikou, ktorá tento nástroj využila. V roku 2001 QE využila japonská centrálna banka, ktorá si od tohto kroku sľubovala ukončenie recesie a pomoc hospodárstvu krajiny. Jeho účinnosť však stroskotávala na nezáujme spoločností a domácností naďalej sa zadlžovať. Analýzy poukázali na to, že efektívnosť tohto nástroja bola obmedzená a centrálna banka Japonska v roku 2006 kvantitatívne uvoľnenie ukončila. FED poučený vývojom v Japonsku sa snažil nastaviť podmienky QE tak, aby bola jeho efektívnosť čo najlepšia a za cieľ si určil povzbudenie ekonomiky a záchranu krachujúcich bánk a finančných inštitúcií. Hoci sa predpokladalo, že postačí jedna vlna kvantitatívneho uvoľňovania, nakoniec sa ukázalo, že bude treba tento krok opakovať.

## **Kvantitatívne uvoľňovanie QE I**

Prvá vlna kvantitatívneho uvoľňovania sa začala koncom novembra 2008, kedy FED nakúpil dlhopisy hypotekárnych agentúr a Mortgage backed securities MBS, ale oficiálne sa o QE hovorí až v marci 2009, kedy centrálna banka rozšírila program na nákup MBS a vzdala oznámenie aj o nákupe štátnych dlhopisov. Prvá vlna kvantitatívneho uvoľňovania sa ukončila v marci 2010. Úspech QE I bol najmä v tom, že FED svojimi nákupmi zachraňoval mnohé banky pred defaultom, keďže odkupoval rizikové a problémové aktíva a ponúkal hotovosť. Banky však z obavy zlého vývoja na trhoch túto hotovosť držali, čím sa reálne do ekonomiky peniaze nedostali a FED dúfal, že po stabilizácii trhu predá tieto cenné papiere so ziskom. Na podporu svojej bilancie uskutočnil FED po ukončení QE I ďalšie kvantitatívne uvoľňovanie QE Lite. Jeho cieľom bolo zabrániť poklesu bilancie FEDu, keďže situácia na trhu sa stále výrazne nelepšila.

## **Kvantitatívne uvoľňovanie QE II**

Po krátkodobom úspechu QE I sa už o pol roka začalo hovoriť o kvantitatívnom uvoľňovaní QE II, ku ktorému FED pristúpil koncom roka 2010 nákupom štátnych cenných papierov. Jeho cieľom bolo povzbudiť ekonomický rast a spotrebu obyvateľstva. Očakávalo sa zvýšenie ceny dlhopisov, čím by investori získali účtovný zisk, čo by pomohlo naštartovať záujem o investície na kapitálových trhoch. Neposlednom rade sa očakával aj nepriamy vplyv na dolár a jeho oslabenie, čo by pomohlo zvýšiť export. Z tohto dôvodu sa očakával aj rast inflácie. QE II bolo ukončené v polovici roka 2011, následne o tri mesiace FED vyhlásil operáciu TWIST, ktorej základ spočíval vo výmene cenných papierov s dobou splatnosti od 6 do 30 rokov za krátkodobé cenné papiere. Tento krok jednoznačne podporil úverovú aktivitu na americkom trhu.

## **Kvantitatívne uvoľňovanie QE III**

Tretie kolo kvantitatívneho uvoľňovania bolo spustené v septembri 2012 nákupmi MBS od federálnych bánk a zároveň FED pokračoval aj v operácii TWIST. Cieľom QE III bola najmä snaha o zníženie nezamestnanosti, podporu bánk v úverovaní a zníženie hodnoty meny, čiže ďalšie oslabenie dolára. Vláda sa snažila udržať nízkorozpočtovú expanzívnu fiškálnu politiku, čo pomohlo ekonomickému rastu. Predstavitelia FEDu koncom roka 2012 oznámili postupné ukončenie QE III a operácie TWIST a zároveň otvorili myšlienku potreby ďalšieho kvantitatívneho uvoľňovania.

## **Kvantitatívne uvoľňovanie QE IV**

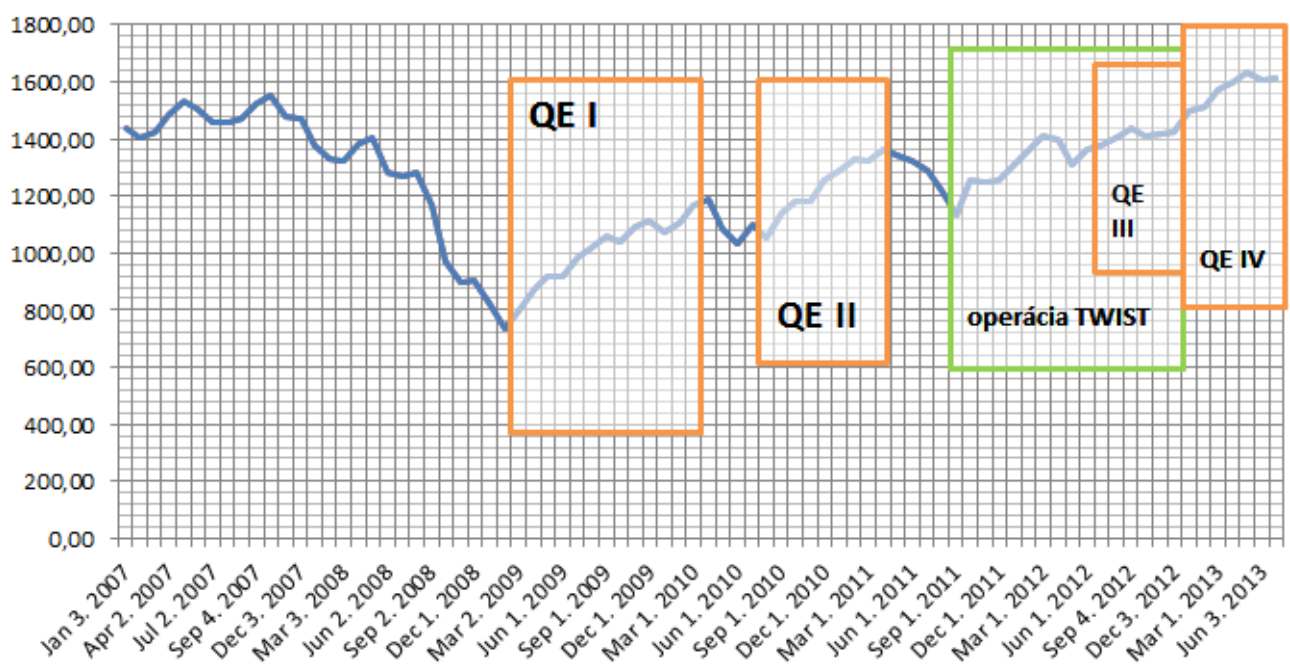
S myšlienkou ďalšieho kvantitatívneho uvoľňovania sa rozprúdila debata, nakoľko je ešte potrebné zvyšovať ponuku peňazí, podporovať nezodpovednosť finančných inštitúcií a umelo zvyšovať hospodársky rast. FED však oznámil, že naďalej bude kupovať MBS a dlhodobé cenné papiere. Jeho cieľom je pokračovať v znižovaní nezamestnanosti a mierne zvýšiť infláciu a zároveň potvrdil, že úroková sadzba zostane na najnižšej úrovni až do roku 2015. V tejto politike pokračuje doteraz a predstavitelia FEDu sa netaja kritikou na ECB a iné centrálné banky, ktoré sú k použitiu tohto nástroja opatrnejšie.

## **Kvantitatívne uvoľňovanie a akciový trh USA**

Jedným z cieľov kvantitatívneho uvoľňovania bolo podporiť finančné trhy. Po prepuknutí krízy a prudkých poklesoch akciových indexov prepukla na kapitálových trhoch panika. Veľké straty, ktoré investori zaznamenali, mnohých priviedli k bankrotu. Na grafe 1 môžeme pozorovať, že benchmarkový akciový index Standard & Poor zaznamenal prvý väčší pokles už v roku 2007, kedy skrachovali v USA hedgeové fondy, ktoré boli predzvesťou hlbších problémov na trhu nehnuteľností. Hoci sa situácia čiastočne stabilizovala, po krachu

Lehman Brothers bolo jasné, že bublina na hypotekárnom trhu praskla. Finančnými trhmi sa začala šíriť panika a vzájomná prepojenosť ekonomických systémov spôsobila vážne dopady nie len na hypotekárnom trhu ale aj na kapitálových trhoch. Kríza sa preniesla hospodárstvom krajiny a aj na akciovom trhu spôsobila veľký prepád indexov. Už koncom roku 2008 S & P zaznamenal prepád o takmer 50 % svojej hodnoty, akú mal v septembri 2007. Situácia sa nezlepšovala a záujem investovať do akcií prudko klesol. Na grafe si môžeme pozrieť, ako sa vyvíjala hodnota indexu S & P 500 v porovnaní so zásahmi FEDu v podobe kvantitatívneho uvoľňovania. Už počas prvej vlny QE I zaznamenal index rast, čo bolo spôsobené čiastočnou obnovou dôvery v banky, od ktorých FED nakupoval problémové cenné papiere, aby tak vyčistil trh a podporil finančné inštitúcie. Podobná situácia nastala aj počas druhého kola kvantitatívneho uvoľňovania, kedy sa FED snažil podporovať obnovenie ekonomického rastu a rast spotreby. Ak sa pozrieme na štyri mesiace priebehu QE III, je potrebné konštatovať, že toto kolo nemalo očakávaný efekt. Čiastočne to bolo spôsobené aj oneskorením platieb, ktoré sa v bilancii začínajú objavovať až po ukončení tretej vlny QE a následne začatí štvrtej vlny, ale aj oslabenie dolára. Jednoznačne môžeme však povedať, že takéto zvyšovanie ponuky peňazí má najvýraznejší účinok pri prvých použitíach tohto nástroja. Ak sa totiž výrazne nemenia iné podmienky, účinnosť kvantitatívneho uvoľňovania na akciový trh klesá. V tomto prípade sa nezmenila úroková sadzba a očakávaný inflačný tlak nebol taký veľký ako sa predpokladalo.

**Graf 1: Vývoj indexu S&P 500 od roku 2007**



Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov <http://finance.yahoo.com> a <http://www.federalreserve.gov>

## Záver

Kvantitatívne uvoľňovanie monetárnej politiky v USA malo pomôcť nie len ekonomike krajiny, ale aj finančným trhom. Prepád akciového indexu S & P vyvolal na akciovom trhu paniku, z ktorej sa trh veľmi ťažko spamätával. FED doteraz realizoval kvantitatívne uvoľňovanie v štyroch vlnách. Z vývoja na akciovom trhu je zrejmé, že najlepšie výsledky dosiahli prvé dve vlny QE, kedy akciový trh zaznamenal výraznejší rast

a čiastočnú stabilitu. Z ďalšieho vývoja však vyplýva, že za podmienky, keď sa menila len peňažná ponuka, úrokové sadzby ostávali na rovnakej úrovni a inflácia sa zvyšovala len málo, sa ďalšie použitie tohto nástroja, vzhľadom na akciový trh, nestretáva s takou efektivitou, ako sa očakávalo.

## Literatúra

1. BOECKH, J.A. 2012. *Velké oživení*. Praha. Grada Publishing. 2012. 305 s. ISBN 978-80-247-4170-3
2. DEMJAN, V., IŽIP, R., MORAVČÍK, M. 2011. *Pravda a mýty o forexe*. Bratislava. TRIM S&P. 2011. 227 s. ISBN 978-80-970630-9-2
3. CHOVANCOVÁ, B. a kol. 2006. *Finančný trh*. Bratislava. Iura Edition. 2006. 609 s. ISBN 80-8078-089-7
4. KOHOUT, P. 2010. *Finance po krizi*. Praha. Grada Publishing. 2010. 263 s. ISBN 978-80-247-3583-2
5. KOTLEBOVÁ, J., SOBEK, O. 2007. *Menová politika*. Bratislava. Iura Edition. 2007. 311 s. ISBN 978-80-8078-092-0
6. KRUGMAN, P. 2009. *Návrat ekonomickej krize*. 1. vyd. Praha. Vyšehrad. 2009. 168 s. ISBN 978-80-7021-984-3
7. <http://finance.yahoo.com>
8. <http://trading.etrend.sk/trading-aktuality/zacina-tretie-kolo-kvantitativneho-uvolnovania-az-teraz.html>
9. <http://www.federalreserve.gov>
10. <http://www.standardandpoors.com>
11. <http://www.tradingeconomics.com>

Ing. Katarína Gachová  
Katedra bankovníctva a medzinárodných financií  
Národohospodárska fakulta Ekonomickej univerzity v Bratislave  
Dolnozemska cesta 1, Bratislava 852 35  
E-mail: katarina.vovkova@euba.sk