

Zarobki FED

Autor: Mateusz Machaj

Kilka dni temu świat obiegła sensacyjna wiadomość: amerykański bank centralny zarobił rekordową sumę pieniędzy w roku 2009. Niby mamy poważną recesję, wysokie bezrobocie, rynek nieruchomości nadal w dołku, na rynku aktywów jakieś ożywienie, a tu zaskakująca informacja o zyskach Rezerwy Federalnej. Zatem chyba nie jest tak źle z amerykańskim systemem finansowym, skoro prezes Bernanke zdołał wypracować imponujący zysk? W końcu 46 miliardów dolarów wpłacanych przez Fed do budżetu powinno zrobić wrażenie?

Tymczasem rzeczywistość jest dokładnie odwrotna niż się ludziom wydaje: ogromne zarobki Fedu są sygnałem na to, że gospodarka amerykańska ma się fatalnie i zmierza w bardzo niebezpiecznym kierunku. Dlaczego? Odpowiedzi dostarczy nam chłodna analiza źródeł rzekomych zysków amerykańskiego banku centralnego. Okazuje się bowiem, że nadzwyczajne zyski są sygnałem na to, że jest źle, a nie dobrze.

Przyjrzymy się księgom Fedu, w takim zakresie, w jakim są dla nas dostępne. Otóż rok przed osiągnięciem swoich rekordowych zysków Bank posiadał w swoich aktywach blisko 500 miliardów dolarów aktywów „rządowych”. Mówiąc „rządowe” mam na myśli konkretnie obligacje skarbu państwa i aktywa emitowane przez Fannie Mae i Freddy Mac, czyli dwa parapaństwowe molochy z rynku nieruchomości, których wypłacalność jest gwarantowana przez budżet państwa. Tak czy inaczej można te papiery traktować jako państwowe, ponieważ Fannie i Freddy zostały przez państwo znacjonalizowane. W przeciągu całego roku 2009 Fed zaangażował się w agresywne interwencje na rynkach finansowych i zwiększył stan posiadanych przez siebie aktywów do poziomu 1,8 biliona dolarów, czyli ponad trzykrotnie. Tyle finansowego „złomu” widnieje na księgach Banku (długu publicznego, o który nie tak dawno zabijali się inwestorzy). Teraz przy tym ogromnym wzroście posiadanych aktywów 46 miliardów to jakieś 2,5% zarobku na aktywach, które gwarantuje bezpośrednio rząd (dodajmy jeszcze, że mając wcześniej znacznie mniejszy portfel, bo 500 miliardów Fed zarobił ponad 30 miliardów, co daje stopę zwrotu ponad 6%, czyli znacznie wyższą).

Tak zwane zyski „Fedu” nie oznaczają zatem żadnego wspaniałego ożywienia i powrotu lepszych czasów. Oznaczają raczej poprowadzoną do skrajności znaną już wcześniej sztuczkę nazywaną nieraz „policy mix”, czyli mieszanek polityki fiskalnej i pieniężnej. Nowy prezydent Obama

zwiększa deficyt budżetowy do rekordowych rozmiarów. Wypuszcza na jego pokrycie obligacje, które gdzieś lądują na „prywatnym rynku”. W tym czasie Fed uruchamia swoje operacje, w ramach których drukuje pieniądze i skupuje państwowy dług. Następnie, gdy nadchodzi okres spłaty, państwo musi zapłacić Fedowi należności z tytułu tego długu. Ale to nie koniec. Wszak wbrew temu, co twierdzą niektóre spiskowe grupy, Fed wcale nie jest bankiem prywatnym, ponieważ nie wolno mu zatrzymać zysków z rządowego długu. Po potrąceniu ustawowych kilku procent, całość pieniędzy, które budżet zapłaci Fedowi... wraca do budżetu. W ten sposób współcześnie państwo uzyskuje zarobki z druku pieniądza, dając jednocześnie w prezencie opłatę dla swojego finansowego pośrednika. Oto w pigułce cała tajemnica drukarskiego koktajlu na zawołanie.

Niektóre agencje prasowe zupełnie na poważnie podają informacje, że zyski Fed pokazują, iż podatnicy zarobili na programach pomocowych. Sęk jednak w tym, że Fed zarobił na papierach rządowych, które gwarantuje rząd. A rząd jak za nie zapłaci Fedowi, to ten swój „zarobek” wpłaci... z powrotem w ręce rządu. Rozumując w ten sposób rząd i bank centralny mogą „zarobić” nieskończone zyski – bez końca przelewając sobie w kółko 100 dolarów na konta.

Albo jeszcze lepiej – niech Fed wydrukuje jeszcze 5 bilionów dolarów i kupi za to kilka spółek na giełdzie. Będzie mógł wpłacić do budżetu nie 50 miliardów, a kilka razy więcej, z tytułu zarobionej dywidendy.

A zatem jak widzimy tak zwane „zyski” Fedu to nie jest żaden dowód na to, że gospodarka amerykańska ma się dobrze. To jest dowód na to, że drukarze mają się nieźle, a państwo, w postaci Skarbu i Banku Centralnego, wzięło na siebie ogromne zobowiązania, które stawiają pod znakiem zapytania wypłacalność całego państwa amerykańskiego. A także uprawdopodobniają hipotezę o powrocie wysokiej inflacji (choć to cały czas scenariusz mniej prawdopodobny niż dalsza deflacja kredytu).

Przy okazji tego problemu warto by poruszyć kwestie księgowości samego amerykańskiego banku centralnego. W przeciwieństwie do większości instytucji finansowych, Fedu nie obowiązuje tak zwana zasada „mark to market”, czyli zasada, wedle której w przypadku straty wartości aktywów należy zmienić wartość w księgach. Jeśli Fed kupił papiery emitowane przez Fannie i Freddie, które nagle w wyniku urealnienia wyceny (np. w związku z zaprzestaniem przez Fed skupu aktywów na rynkach finansowych) stracą na wartości 50%, to Fed nie musi zaksięgować straty na tych aktywach (choć prywatne instytucje by musiały to jakoś zrobić).

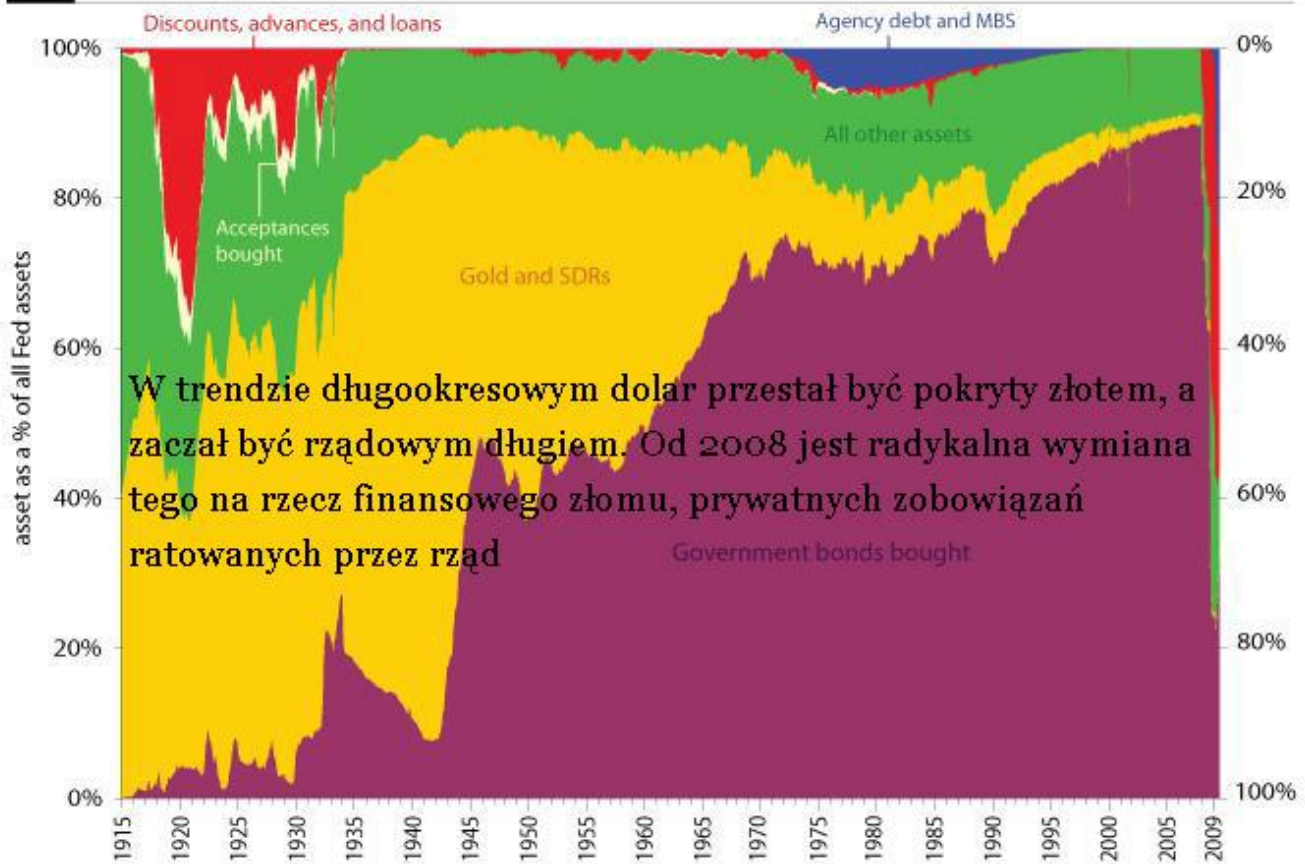
Pytanie natomiast pojawia się, co jeśli Fed stanie przed koniecznością odsprzedaży posiadanych przez siebie aktywów, gdy będzie chciał zwiększyć stopy procentowe, lub powstrzymać ewentualną inflację. Wtedy może się okazać, że nie będzie w stanie sprzedać tych papierów po zaksięgowanych cenach. Aby chciały je nabyć prywatne banki, będzie musiał odpowiednio obniżyć cenę. A wtedy Fed nie będzie miał wyjścia innego niż zaksięgowanie faktycznych strat. Może się wtedy okazać, że Fed ma... ujemny kapitał.

Z takiej sytuacji wyjścia wydają się dwa. Albo nastąpi dokapitalizowanie z budżetu, czyli tym razem budżet będzie musiał wpłacić pieniądze na amerykański bank (byłaby to ciekawa sytuacja, w której to siła podatkowa wspiera siłę drukującą, a nie na odwrót, jak zazwyczaj). Albo nikt się niczym nie przejmie, bo co w sumie stoi na przeszkodzie, żeby Fed miał ujemny kapitał – w końcu to nie jest prywatna spółka, którą się handluje na giełdzie. Równie dobrze może działać jak dotychczas. Tylko czy wtedy nie wystąpiłby ostateczny krach dolara? Wartość zobowiązań przerosłaby wartość aktywów, a dolar nie miałby nawet pokrycia w papierowych zobowiązaniach państwowych (na wykresie poniżej widać, że kiedyś miał solidne pokrycie w złocie). Wydaje się to ciekawym tematem do dyskusji, co wtedy nastąpi.

What Backs the Buck?



The proportions of Federal Reserve assets behind each U.S. dollar



Źródło: www.ritholtz.com

Każdy z tych scenariuszy przekonuje nas co do jednej rzeczy: Fed jest prawdziwym bankrutem. Gdyby był prywatną spółką, spotkałby go los Lehman Brothers. „Jedyne”, co go trzyma przy życiu, to fakt, że otoczony jest solidnym parasolem ochronnym w postaci państwa amerykańskiego. Nie jest to relacja pasożytnicza, lecz symbioza. Do dyskusji pozostaje kwestia wytrzymałości tej symbiozy, która będzie się chroniła przed rozpadem tak, jak to tylko możliwe.

Przydałoby się wysłać ekspertów Międzynarodowego Funduszu Walutowego do USA, aby naprawić ich system finansowy. A ściślej: nie trzeba ich wysłać – w końcu mają siedzibę w Waszyngtonie.