# Stopy procentowe znów rosną, gdyż aukcja papierów skarbowych nie doszła do skutku

Autor: **Ryan McMaken**
Źródło: **mises.org**
Tłumaczenie: **Mateusz Czyżniewski**

Amerykański rząd jest na dobrej drodze do pożyczenia w tym roku ponad dwóch bilionów dolarów, będzie to jednak wymagało zaciągnięcia wielu nowych pożyczek od inwestorów, przy czym wygląda na to, że inwestorzy mają niewielki apetyt na coraz większe ilości federalnych papierów skarbowych. W środę 21 maja 2025, aukcja 20-letnich obligacji skarbowych była tak słaba, że rentowność obligacji 20-letnich wzrosła do ponad pięciu procent, a rentowność papierów dłużnych z długim terminem zapadalności osiągnęła poziomy niewidziane od listopada 2023 r.

Nie jest zaskoczeniem, że ten słaby popyt na nowe amerykańskie obligacje skarbowe najprawdopodobniej zbiega się z niedawnymi wiadomościami, wedle których tak zwana „piękna" ustawa o wydatkach Donalda Trumpa nie ogranicza wydatków budżetowych, a tylko zwiększy deficyt federalny o co najmniej 3 biliony dolarów więcej w nadchodzących latach[1].

Barron przedstawia historyczny kontekst środowej aukcji:

> *Departament Skarbu sprzedał nowo wyemitowane 20-letnie obligacje za 16 miliardów dolarów o godzinie 13:00 czasu wschodniego. Departament Skarbu rutynowo zaciąga pożyczki w celu sfinansowania wydatków rządu. Ta aukcja cieszyła się jednak szczególną uwagą, ponieważ inwestorzy obawiali się, że zwiększona niepewność co do polityki gospodarczej USA doprowadzi do mniejszego popytu na obligacje skarbowe. Ich obawy okazały się słuszne.*

[1]Rentowności obligacji poruszają się w kierunku przeciwnym do cen obligacji, więc rosnące rentowności wskazują na spadający popyt (i spadające ceny) na obligacje skarbowe

*W ramach aukcji inwestorzy zaakceptowali rentowność 20-letnich obligacji na poziomie 5,047%, w porównaniu ze średnią z ostatnich sześciu aukcji wynoszącą 4,613%. Rentowność ta była ona również o 0,011 punktu procentowego wyższa od rentowności obserwowanej przed terminem składania ofert. Po raz pierwszy od października 2023 r. Skarb Państwa sprzedał 20-letnie obligacje z oprocentowaniem powyżej 5%. W czasie pandemii mógł sprzedać swój 20-letni dług po 1,22%. Wyższe stopy procentowe sygnalizują, że popyt jest słaby ponieważ Skarb Państwa musi zachęcić inwestorów wyższymi rentownościami do celów zakupu amerykańskiego długu.*

*Od czasu wyników aukcji rentowność 20-letnich obligacji skarbowych podskoczyła do najwyższego poziomu w tym roku i wyniosła 5,103% w środę(...). 30-letnia rentowność również osiągnęła najwyższy poziom w tym roku i wyniosła 5,071%.*

Sytuacja ta powinna być bardzo niepokojąca dla rządu federalnego, bowiem wyniki dzisiejszej aukcji sugerują, że istnieje granica tego, ile nowego długu inwestorzy są skłonni zaabsorbować przy „zwyczajowo" niskich stopach procentowych. Zamiast tego, w związku z coraz bardziej oczywistym faktem, że administracja Trumpa nie jest zainteresowana cięciem wydatków w celu spowolnienia rosnącej fali zadłużenia federalnego, inwestorzy oczekują, że rząd federalny zwiększy tylko ilość nowych obligacji skarbowych, które zrzuca na rynek. Ponieważ rynki widzą rosnącą podaż długu, istnieje uzasadniony powód, aby oczekiwać, że cena spadnie - i tym samym spowoduje wzrost rentowności.

Tak właśnie stało się podczas środowej aukcji. Co więcej, brak popytu oznaczał, że Rezerwa Federalna musiała wkroczyć, aby wykupić prawie 2,2 miliarda dolarów z emisji obligacji o wartości 16 miliardów dolarów.

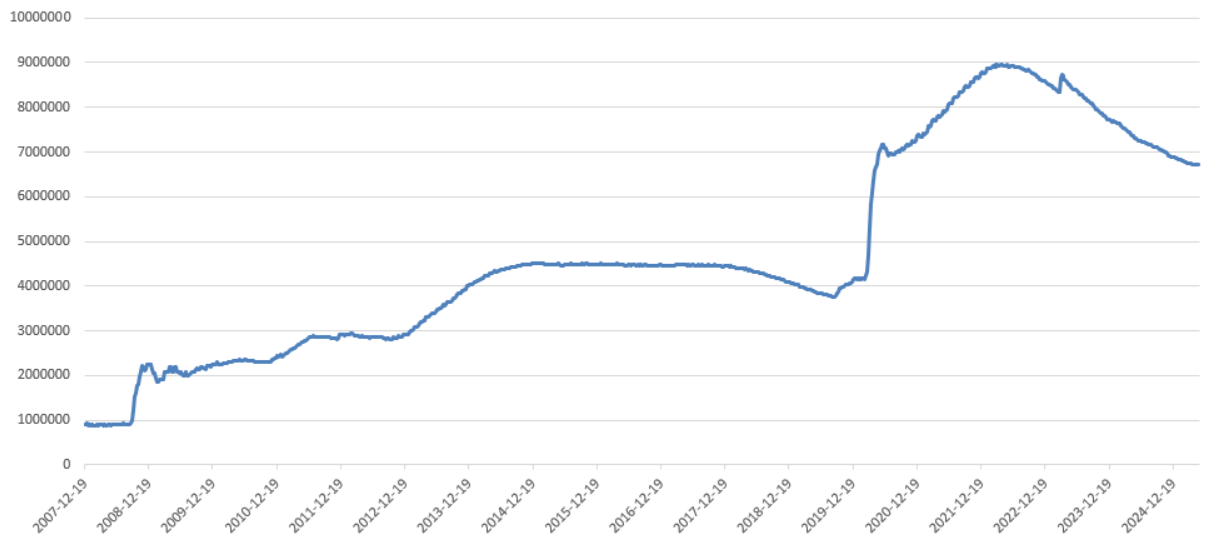
Skup obligacji skarbowych dla banku centralnego nie jest niczym niezwykłym Fed na porządku dziennym dokonuje takich zakupów z różnych powodów, w tym w celu zwiększenia płynności i generowania bodźców monetarnych. Fed kupuje również obligacje w celu zarządzania rentownościami papierów skarbowych. W obecnym kontekście potrzeba zapobieżenia wymknięciu się rentowności spod kontroli jest prawie na pewno jednym z czynników motywujących środowe zakupy obligacji przez Fed. W końcu środowy zakup

obligacji następuje po tym, jak w zeszłym tygodniu Fed kupił ponad 40 miliardów dolarów obligacji skarbowych. Marketwatch donosi:

> *Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych właśnie dokonała czegoś sprytnego. W ciągu czterech dni ubiegłego tygodnia, bez fanfar, Fed odkurzył 43,6 miliarda dolarów w amerykańskich obligacjach skarbowych. To 8,8 miliarda dolarów w 30-letnich obligacjach z długim terminem wykupu tylko na 8 maja, plus kolejne 34,8 miliarda dolarów na początku tygodnia. Niezupełnie mała zmiana.*

Niektórzy obserwatorzy mogą twierdzić, że nie jest to nic szczególnego, a całe to zjawisko jest częścią zarządzania przez Fed jego ogromnym bilansem o wartości 6,7 biliona dolarów.

Przypomnijmy, że od połowy 2022 r. Fed powoli pozwalał na wycofywanie swoich aktywów z bilansu Fed, który w 2022 r. osiągnął szczytowy poziom 8,9 bln USD. Po kryzysie finansowym z 2008 r. i ponownie podczas paniki pandemii Covid, bank centralny skupił papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką i amerykańskie obligacje skarbowe o wartości bilionów dolarów. Miało to na celu podniesienie cen aktywów na rynku nieruchomości, a także zapobieżenie wzrostowi rentowności obligacji skarbowych, co wynikało z faktu, że rząd federalny lekkomyślnie zwiększał biliony nowych wydatków deficytowych w ciągu kilku miesięcy. Od tego czasu, wzrost cen zmusił Fed do powolnego zmniejszania ilości aktywów, co ma efekt deflacyjny, a dokładniej podobny do tego, jaki ma dopuszczenie do wzrostu stóp procentowych. Wszystko to zaprezentowano na Wykresie 1.




Wykres 1. Całkowite aktywa Rezerwy Federalnej wyrażone w Dolarach Amerykańskich. Brak dostosowania sezonowego.

Czy zatem ostatnie zakupy obligacji przez Fed są tylko częścią standardowego, uporządkowanego zarządzania portfelem aktywów? Nie do końca. Twierdzenie, że wszystko odbywa się jak zwykle, byłoby bardziej przekonujące, gdyby nie fakt, że Fed znacznie zmniejszył redukcję całkowitych zasobów obligacji skarbowych w bilansie Fed.

Na przykład w marcu:

> *(…) FOMC ogłosił, że Komitet będzie dalej spowalniał tempo zmniejszania swoich zasobów papierów wartościowych, zgodnie z planami redukcji wielkości bilansu Rezerwy Federalnej. Począwszy od 1 kwietnia 2025 r., Komitet zmniejszył miesięczny limit wykupu skarbowych papierów wartościowych z 25 mld USD do 5 mld USD, co jeszcze bardziej spowolniło tempo odpływu po obniżeniu limitu z 60 mld USD do 25 mld USD w czerwcu 2024 r.*

Należy zauważyć, że Fed wielokrotnie dostosowywał swoją politykę w ciągu ostatniego roku, więc redukcje bilansu koncentrują się głównie na kredytach hipotecznych, podczas gdy Fed znajduje nowe sposoby na utrzymanie danego stanu obligacji skarbowych, minimalizując w ten sposób negatywny wpływ na ceny papierów skarbowych. Z pewnością można to odczytać jako wskazówkę, że Fed martwi się przede wszystkim o uniknięcie szybkich spadków cen papierów skarbowych.

Jeśli spojrzymy na całkowite zasoby obligacji skarbowych w Fed w ostatnich miesiącach, to rzeczywiście, zasoby obligacji skarbowych Fed prawie

przestały się zmniejszać, podczas gdy wartość papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką nadal spada, co widać na Wykresie 2.

Wykres 2. Zmiany w aktywach rezerwy federalnej w maju 2024.

Sam fakt tego, że Fed zdecydowałby się nadać priorytet manipulowaniu cenami i rentownościami obligacji skarbowych poprzez utrzymywanie takiego a nie innego bilansu, nie jest niczym zaskakującym. Od dawna wiadomo (nieoficjalnie), że Fed będzie interweniował w celu obniżenia kosztów amerykańskich obligacji skarbowych dla rządu USA poprzez wymuszanie spadku rentowności poprzez zakupy obligacji. Taką politykę prowadzono w czasie II wojny światowej, przymykano na nią oko także w okresie zimnej wojny. W miarę wzrostu całkowitego zadłużenia oczekuje się, że bank centralny wkroczy i zagwarantuje to, że rentowności obligacji skarbowych nie wymkną się spod kontroli. Kluczowym narzędziem w tym zakresie jest skup obligacji skarbowych przez Fed.

Dla rządu USA układ ten jest bardzo korzystny, ponieważ dzięki współpracy z Fed, obniżającej rentowność obligacji skarbowych, rząd USA mniej płaci za zaciągnięte pożyczki. W momencie, gdy rentowności rosną, rząd USA musi wydawać coraz więcej swoich dochodów, aby nadążyć ze spłatą odsetek. Departament Skarbu USA potrzebuje Rezerwy Federalnej, aby zmniejszała wpływ płatności odsetkowych, gdyż rosnące odsetki zmuszają Kongres do przekierowania wydatków z popularnych programów politycznych. (W skrajnych przypadkach istnieje również ryzyko kryzysu zadłużeniowego).

Jeśli historia może nam cokolwiek powiedzieć, Fed z radością się do tego zobowiąże. Niestety, dla zwykłych ludzi jest to niekorzystne. Fed zazwyczaj

kupuje obligacje za nowo utworzone pieniądze, więc ciągła polityka dodawania obligacji skarbowych do portfela Fed będzie wywierać presję na wzrost inflacji cenowej. Był to istotny czynnik inflacji cenowej, która w 2022 r. osiągnęła 40-letnie maksima.

Wygląda na to, że polityka wydatkowa Donalda Trumpa doprowadzi do generowania ogromnych kwot bieżących wydatków deficytowych, które prawdopodobnie osiągną 4 biliony dolarów rocznie w ciągu najbliższych czterech lat. Będzie to wymagało od rządu USA zrzucenia na rynek ogromnych ilości nowych obligacji skarbowych w nadchodzących latach. Czy popyt ze strony inwestorów będzie wystarczający, aby zapobiec znacznemu wzrostowi rentowności (a tym samym znacznemu wzrostowi kosztów odsetkowych)? Jeśli środowa aukcja jest jakąkolwiek wskazówką, Fed i rząd federalny mają powody do obaw.