

Śmierć M3: piąta rocznica

Autor: Jire Sekar

Źródło: mises.org

Tłumaczenie: Łukasz M. Woś

Pięć lat temu, w listopadzie 2005, Rezerwa Federalna ogłosiła, że nie będzie już więcej obliczać zagregowanej podaży pieniądza. Wydała lakoniczny, „zaszyfrowany”, 143-słowny komunikat zatytułowany „[Discontinuance of M3](#)”.

M3 był najszerszym z 4 agregatów pieniężnych publikowanych przez Fed — M0, M1, M2 oraz M3 — które Fed obliczał co miesiąc od 1959 roku.

John Williams z [Shadowstats](#) odnotował niezwykle charakter komunikatu, wyrażając opinię, że M3 był prawdopodobnie najważniejszym z publikowanych przez Fed wskaźników, będąc jednocześnie najlepszym wskaźnikiem aktywności gospodarczej i inflacji. Brak zainteresowania Fedu w składnikach M3 można bezpośrednio łączyć z niezdolnością przewidzenia załamania się systemu finansowego w 2008 roku.

Amerykański system pustego, kredytowego pieniądza rozpoczyna się zaopatrywaną przez Fed bazą monetarną i rozgałęzia się poprzez banki komercyjne, banki inwestycyjne, banki *offshore*, parabanki oraz inne podmioty dostarczające kredytu. „Emy” przedstawiają kalkulacje Fedu dotyczące ilości środków pieniężnych na różnych poziomach piramidy kredytowej.

Oto konspekt tych wskaźników z listopada 2005 roku.

		Składniki	Poziom w listopadzie 2005 roku
M0	Baza monetarna	Gotówka i wkłady w Fedzie	0,8 biliona USD



M1	Pieniądz płynny	M0 + depozyty na żądanie	1,4 biliona USD
M2	Pieniądz „prawie płynny”	M1 + rachunki oszczędnościowe + detaliczne fundusze rynku pieniężnego + CDS-y	6,7 bilionów USD
M3	Pieniądz szeroki (shadow money)	M2 + instytucjonalne fundusze rynku pieniężnego + depozyty eurodolarowe + należności repo	10,0 bilionów USD

Tą decyzją, 3,3 biliona USD (różnica pomiędzy M3 a M2), zniknęło z radarów Rezerwy Federalnej i uczestników rynku. Fed poinformował także o zaprzestaniu publikacji danych na temat depozytów eurodolarowych, transakcji repo oraz depozytowych transakcji instytucjonalnych. Należy wspomnieć, że niezależni analitycy wciąż rekonstruują te dane na podstawie arkusza bilansu Rezerwy Federalnej.

Te dwa brakujące składniki M3 — eurodolary oraz transakcje repo — są „dzikim zachodem” podaży pieniądza. Eurodolary to amerykańskie dolary deponowane w bankach nie będących pod jurysdykcją Fedu, w miejscach takich jak Londyn, Bahamy, Kajmany oraz Islandia (dopóki nie zbankrutowała). Ponieważ nie są przedmiotem amerykańskich regulacji, mogą być lewarowane bez konieczności utrzymywania wymaganej rezerwy czy raportowania. Znane są przypadki operowania na lewarach rzędu 50:1.

Transakcje repo to krótkie, często *overnight*, pożyczki dla instytucji finansowych, które są zabezpieczane papierami wartościowymi będącymi w posiadaniu dłużnika. Są najważniejszym źródłem kredytu dla banków inwestycyjnych. We wczesnych latach istnienia rynku repo podstawowym zabezpieczeniem były amerykańskie papiery skarbowe. Dziś podstawowe

zabezpieczenie składa się z instrumentów pochodnych, takich jak zabezpieczone aktywami papiery wartościowe (RMBS/CMBS/ABS), zabezpieczone obligacje (CDO), w tym obligacje zabezpieczone kredytami bankowymi (CLO). Transakcje repo również nie wymagają rezerw ani nie podlegają obowiązkowi raportowania, co prowadzi do wysokiego poziomu dźwigni w bankach inwestycyjnych (Lehman Brothers 30:1).

M3 był wysoce niedokładnym agregatem, przez co nie ukazywał pełnego wymiaru lewarowania. W przypadku eurodolarów, M3 uwzględniał jedynie depozyty utrzymywane w bankach amerykańskich holdingów. Wiedząc, że większość działań eurodolarowych ma miejsce poza USA, za pośrednictwem zagranicznych banków, jest to analogiczne do monitorowania podaży ropy naftowej, próbując dane na podstawie Alaski. Fed śledził transakcje repo jedynie pomiędzy sobą a pierwotnymi dealerami. Według ekonomistów z Yale — Gary’ego Gortona oraz Andrew Metricka — nie ma oficjalnych statystyk na temat rynku repo. Szacują oni, że bilans Fedu ujmuje jedynie 4,5 biliona z 12 bilionów dolarów rynku repo w 2008 roku, czyniąc go nawet większym niż amerykański system bankowy (liczący 10 bilionów USD). Innymi słowy, rynek repo jest większy niż amerykański system bankowy, lecz jest nie uwzględniany przez statystykę Fedu.

Gdyby Fed śledził rynek repo w latach 2007-2008, zauważyłby rozwijanie się kryzysu finansowego na rok przed stanem krytycznym. Od trzeciego kwartału 2007 do drugiego kwartału 2008 rynek repo zaczynał się mieć problemy, gdy pożyczkodawcy zaczęli żądać coraz wyższych marż (*haircuts*) na zabezpieczeniu. W pierwszym kwartale 2008, Shadowstats szacował, że tempo wzrostu M3 zaczęło gwałtownie spadać, gdy aktywność na rynku repo spadała. W tym momencie rynek repo zdecydował, że niemądrze byłoby pożyczać dodatkowe fundusze Lehman Brothers. Reszta jest historią.

Powróćmy teraz do przedziwnego komunikatu prasowego z 10 listopada 2005. Fed wytłumaczył swoją decyzję o zaprzestaniu zbierania i publikacji danych w następujący sposób:

23 marca 2006 roku Zarząd Rezerwy Federalnej zaprzestanie publikowania agregatu pieniężnego M3. [...] M3 nie wydaje się dostarczać żadnych dodatkowych informacji na temat aktywności

ekonomicznej, które nie wynikałyby z M2 i nie odegrał żadnej roli w kształtowaniu polityki pieniężnej na przestrzeni wielu lat. Podsumowując, zarząd uznał, że koszty zbierania danych i publikacji M3 przeważają nad zyskami.

Komunikat Fedu sprowadza się do trzech powodów, dla których zaprzestano publikacji:

- M3 nie dostarcza dodatkowych informacji. Byłoby to prawdziwe jedynie dla ekonomisty, który nie uznaje znaczenia zagregowanej podaży pieniądza.
- M3 nie odgrywa roli w kształtowaniu polityki pieniężnej. Jak Bernanke pokazał za pomocą przeróżnych inicjatyw — QE1, QE2, TARP, TALF itp. — rzeczywiście nie zważa na zagregowaną podaż pieniądza, która nie odgrywa u niego roli w kształtowaniu polityki pieniężnej.
- M3 jest zbyt drogie w pomiarze. Fed oszacował, że wydawał 0,5 mln USD rocznie na zbieranie danych od banków oraz 1 mln USD na publikację. Te wydatki nie są nawet błędem statystycznym dla kwoty 21,5 mld USD zysku, który Fed wykazał w 2005 roku.

Listopad 2005 był bezkrólewem pomiędzy rządami Alana Greenspana a nowo zaprzysiężonego prezesa Bernanke. Większość uwagi mediów poświęcona była Maestro i jego mądrości w kierowaniu ekonomią. Nie wystąpiły praktycznie doniesienia o krytyce zaprzestania obliczania M3, a było wiele zastrzeżeń wyrażanych przez zarządzających funduszami, analityków oraz zagranicznych inwestorów. Miała miejsce również pojedyncza cicha i humorystyczna próba interpelacji w sprawie M3. Oto wspaniały urywek nowomowy Bernankego z 15 listopada 2005:

Senator Bunning: *Raport na temat M3 dostarcza istotnych danych ekonomistom, inwestorom i przedsiębiorstwom, które używają M3 do prognozowania ekonomicznego, inwestycyjnego i podejmowania decyzji biznesowych... Czy raport o M3 zostanie przywrócony do wiadomości publicznej? Jakie są powody i przesłanki stojące za decyzją Rezerwy Federalnej o utrzymywaniu M3 z dala od wiadomości publicznej?*

Bernanke: *Rezerwa Federalna nie będzie utrzymywać M3 w tajemnicy, zaprzestanie raczej zbierania i agregowania tych informacji.*

Cóż za ulga!