

Fed ratuje Europę, czyli banki z USA

Autor: **Jan Lewiński**

„Staliśmy nad przepaścią, ale zrobiliśmy krok do przodu!” Ten cytat to doskonałe podsumowanie sytuacji, w jakiej znalazły się europejskie banki pod koniec listopada, gdy [Rezerwa Federalna w porozumieniu z innymi bankami centralnymi](#) obniżyła koszt dolarowych swapów płynnościowych o 50 punktów bazowych.



Swapy, czyli tańszy dolar

Wyjaśnijmy, że swapy walutowe banków centralnych ([central bank liquidity swaps](#)) utworzono w grudniu 2007 roku, w najostrzejszej fazie kryzysu finansowego. Istnieją różne rodzaje swapów, jednak najbardziej ogólnie ten instrument da się określić jako kontraktowe zobowiązanie dwóch stron do wymiany określonych środków, a po upływie ściśle zdefiniowanego czasu ich zwrotu po ustalonej cenie. W telegraficznym skrócie: umowa między Fed a innymi bankami centralnymi (Bank of England, Bank of Japan, EBC i Swiss National Bank) polega na tym, że wobec *braku dolarów* (o tym za chwilę) na europejskim rynku Fed umożliwia ich wymianę po kursie rynkowym za inną walutę (przy czym nie musi to być waluta rodzima banku centralnego będącego klientem Fed). Po upływie pewnego czasu (7 lub 84 dni) dochodzi do transakcji odwrotnej, w wyniku której Fed odzyskuje dolary, a bank centralny będący tu klientem odzyskuje swój walutowy zastaw, płacąc jeszcze Systemowi Rezerwy Federalnej ryczałtową (lub — jak kto woli — *haircut*) premię naliczaną od wysokości tegoż zastawu (także obciążoną do 12% z dotychczasowych 20%). Dotychczas do tego kosztu dochodziła opłata ustalana według wysokości stopy *overnight indexed swap* (OIS) + 100 punktów bazowych (bps). Ostatnią decyzją Fed obniżył tę stopę o 50 bps — do poziomu OIS + 50 bps. Waluty banków

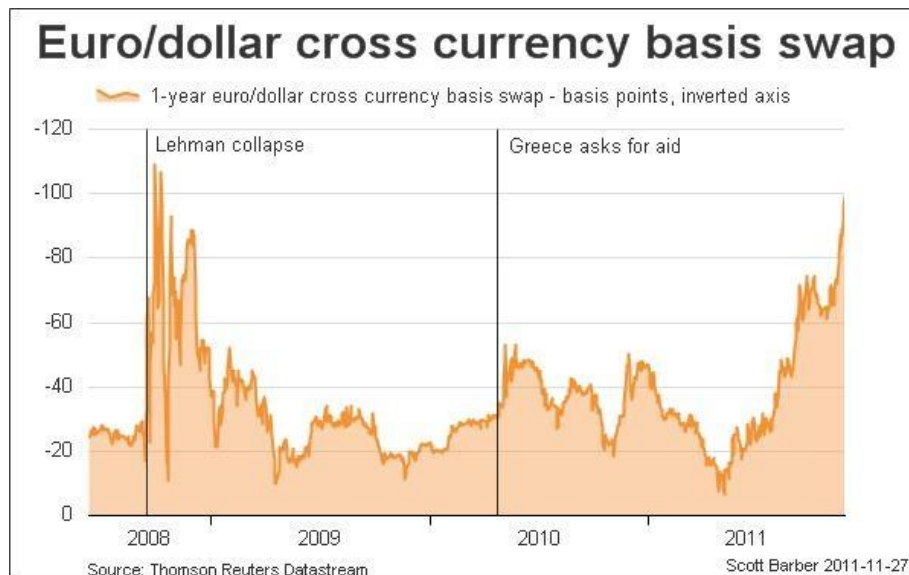
centralnych nie opuszczają fizycznie Europy; zostają tylko przeniesione na konta Fed w tych bankach centralnych. Te środki są nieoprocentowane, a Fed nie może nimi w żaden sposób obracać. Podobnie ma się rzecz z dolarami (znajdują się na kontach banków centralnych w Fed), z tym, że banki centralne mogą je pożyczyć innym podmiotom, na czele z bankami komercyjnymi.

Jak widać, na tym poziomie pozornie nie ma żadnej kreacji dodatkowego pieniądza. Możemy pytać tylko o dwie sprawy: Po pierwsze, skąd Fed bierze pieniądze (wiadomo, że Rezerwa Federalna sama ustala ich cenę, jednak ich rezerwy może zdobyć w zasadzie dwiema metodami – interweniując na rynku, co przecież kosztuje, oraz kreując dolary *ex nihilo*)? Po drugie, dlaczego ma się opłacać pożyczanie ich znajdującej się w poważnych tarapatkach Europie *taniej* niż amerykańskim bankom komercyjnym? Chwileczkę – przerwie uważniejszy Czytelnik – na pewno taniej? Odpowiem: owszem. Otóż amerykańskie banki [mogą skorzystać z okna dyskontowego Fed](#), płacąc 0,75%, podczas gdy te europejskie banki komercyjne, które w ofercie z 6 grudnia 2011 roku skorzystały z okna dyskontowego Europejskiego Banku Centralnego, zapłaciły za ten interes jedynie 0,59% (przy stopie OIS równej 9 bps).

Jeszcze 9 listopada EBC oferował dolary za 1,09%. Nawet wliczając w te ceny 12-procentową premię dla Fed pobieraną przy zwrocie środków, można ocenić, że pożyczanie dolarów jest nadzwyczaj korzystne. Na [zerohedge.com](#) znajdziemy [porównanie ofert](#) umożliwiających pozyskanie środków dolarowych. Dowiemy się, że opierające się na swapach Fedu oferty banków centralnych stały się najbardziej dochodową metodą pozyskania dolarów na rynku. Pożyczka EBC to – wliczając premię – koszt około 1,08% (różnie dla różnych banków). Dla porównania: walutowy swap bazowy (*cross-currency basis swap* – CBS) kosztuje – o ile za fundusze euro płacimy stopę LIBOR – około 1,71%, a za CBS przy środkach euro uzyskanych za stopę repo EBC zapłacimy 1,48%. Dotychczas zgłoszenie się banku komercyjnego po dolarowy mające swoje źródło w swapach walutowych banków centralnych stygmatyzowało tę instytucję, oznaczało bowiem, że nie może ona pozyskać dolarów po odpowiednio niskiej cenie. Jednak przy takiej skali obniżki banki porzuciły obawy o swoją reputację i [ochoczo korzystają z oferty EBC](#).

Dolarowe kłopoty Europy

Trzeba zauważyć, że decyzja Fed o obniżeniu ceny swapów walutowych banków centralnych przychodzi niemal w ostatniej chwili. Koszty uzyskania dolara na rynku rosły w ostatnich miesiącach dramatycznie, dobijając praktycznie do poziomu z lat 2007 i 2008. Tę sytuację dobrze ilustruje poniższy wykres, obrazujący rynkowe ceny CBS ([link](#)):



Ten wzrost odzwierciedla [poważne problemy na rynku kontraktów swap](#), które z kolei są spowodowane coraz gorszymi przewidywaniami co do sytuacji gospodarczej Europy.

Dostępność dolara jest istotna dla systemu bankowego w Europie, ponieważ dolar stanowi światową walutę rozliczeniową na wielu kluczowych giełdach towarowych, nie tylko europejskich, nawet nie wspominając o kwestii uznawania go za walutę rezerwową przez wiele krajów na czele z Chinami. To właśnie w dolarze są rozliczane kontrakty na metale szlachetne czy ropę naftową. Dlatego to podstawowa waluta w wielu transakcjach pomiędzy prywatnymi podmiotami, m.in. bankami komercyjnymi. Cały europejski system bankowy jest w dużej mierze [uzależniony od dolara](#) i wiele transakcji o różnym stopniu zapadalności oraz wymagalności rozlicza się właśnie w tej walucie. Wiele problemów technicznych, takich jak choćby niedopasowanie terminów rozliczenia transakcji (*maturity mismatch*), w razie braku dolara praktycznie uniemożliwia sprawne przejście z transakcji dolarowych na kontrakty denominowane w innych walutach.

Dlatego dostęp do dolara jest istotny dla wielu uczestników rynku obawiających się problemów płynnościowych w niedalekiej przyszłości (przed

terminem zapadalności i wymagalności kontraktów). To dlatego antycypacje rychłego nadejścia kłopotów gospodarczych przyczyniają się do ucieczki właśnie do dolara. Tak samo stało się przecież w pierwszej fali kryzysu [w grudniu 2007 roku oraz pod koniec 2008 roku](#) i również wtedy Fed pospieszył z pomocą znajdującemu się nad krawędzią dolarowej niewypłacalności europejskiemu systemowi (zainteresowanym problemem *braku dolara* polecam artykuł na ten temat [tutaj](#)). Oczywiście, nie są i nie były to działania o charakterze charytatywnym. Pracownicy Fed zdają sobie sprawę z tego, że wspomniane wyżej kontrakty wiążą ze sobą instytucje finansowe w Europie z tymi w USA. Dolar z Europy szybko znajduje swoją drogę do Stanów Zjednoczonych, więc dla dużych graczy w Ameryce jest istotne, aby ich klienci w Europie mieli się dobrze. Co może nawet istotniejsze, banki europejskie wciąż finansują ok. 5% amerykańskiego rynku długu i pozbawione dolarowego finansowania musiałyby się delewarować – tj. sprzedawać papiery USD, popychając w górę rentowności (za tę uwagę dziękuję Juliuszowi Jabłeckiemu). Tylko lekko upraszczając, można powiedzieć, że Fed musiał zapobiec dolarowej niewypłacalności Europy, aby ochronić własne interesy. Tym samym spadek kosztu swapów o 50 bps to pośrednie przeniesienie kosztów długu publicznego oraz kontraktów, jakie zawarły firmy z USA i Europy, na amerykańskiego podatnika. Jak pisał Robert Heinlein: „Za wszystko trzeba płacić” (ZWTP).

Swapy walutowe banków centralnych są rozwiązaniem tymczasowym, chwilową ulgą dla kontrahentów amerykańskich instytucji finansowych. Niestety, ta tymczasowa pożyczka nie zlikwiduje problemu zadłużenia państw Europy – może tylko odsunąć w czasie to, co nieuniknione. Czekają nas trzy scenariusze: powolna stagnacja na modłę japońską (najbardziej prawdopodobny), hiperinflacja jak w Republice Weimarskiej (o wiele mniej prawdopodobny), albo deflacja i bankructwa niewypłacalnych instytucji (niestety niemal niewyobrażalny). To ostatnie przyniosłoby oczyszczenie tak potrzebne gospodarkom Europy jak świeże powietrze. Oderwijmy się jednak od tych nieprawdopodobnych myśli i powróćmy do stęchłej rzeczywistości euro.