

Fed w 2012 roku

Autor: **David Howden**

Źródło: mises.org

Tłumaczenie: **Bartłomiej Grzebyk**

Zarząd Rezerwy Federalnej opublikował ostatnio (tekst ukazał się pierwotnie w lutym 2013 r. — przyp. red.) wstępne i niezweryfikowane wyniki swoich działań podjętych w 2012 roku. Nie są one wielką niespodzianką dla tych z nas, którzy przestrzegają przed coraz bardziej dramatycznymi operacjami podejmowanymi przez Fed. Ci, którzy uważają, że walczy on o ocalenie gospodarki, powinni przyrzeć się im bliżej.

Tabela 1: Uproszczony bilans Rezerwy Federalnej (w mln USD)

Aktywa	1.01.2013	1.01.2012	Zmiana
Złoto	11 037	11 037	0
Specjalne Prawa Ciągnięcia	5 200	5 200	0
Monety	2 103	2 306	-203
Obligacje Skarbu Państwa	1 666 118	1 672 092	-5 974
Długi agencji federalnych (<i>Federal Agency Debt</i>)	76 783	103 994	-27 211
Papiery wartościowe zabezpieczone hipotecznie	926 691	837 295	89 396
Operacje i pożyczki z przyrzeczeniem odkupu	587	9 082	-8 495
Pozostałe aktywa	227 882	252 420	-24 539
Aktywa w sumie	2 918 752	2 928 485	-9 733
Pasywa			
Gotówka w banknotach Rezerwy Federalnej	1 126 861	1 034 520	92 341
Depozyty	1 622 799	1 731 928	-109 129
Inne zobowiązania	114 373	108 239	6 134

Pasywa w sumie	2 864 033	2 874 687	- 10 654
Kapitał	54 719	53 798	921

Tabela 1 pokazuje finanse Fedu na początku 2012 r. i porównuje je do początku 2013 r. Niektóre wyniki wyglądają bardzo atrakcyjnie:

1. Fed nie sprzedał żadnych zasobów złota. W rzeczywistości jego oszczędności w złocie są większe, niż może się wydawać, gdyż Fed księguje swoje aktywa i pasywa w wartościach początkowych. Na wartość 11 mld USD w złocie składa się 260 milionów uncji (nieco poniżej 9 tys. ton) oszacowanych według ceny początkowej 42,44 USD/uncję. Gdybyśmy chcieli zaktualizować wartość tych zasobów tak, by odzwierciedlały ich obecną cenę (ok. 1 670 USD za uncję), wartość zasobów złota posiadanych przez Fed wynosiłaby ponad 434 mld USD.
2. Fed zredukował całkowitą wielkość swojego bilansu. Wiele dyskutowano na temat nagłego wzrostu wartości bilansu Fedu w przeciągu ostatnich 4 lat. Na szczęście, na początku 2013 roku, Fed posiadał aktywa o wartości o niemal 10 mld USD mniejszej w porównaniu z poprzednim rokiem (Powinienem jednak zwrócić uwagę, że wciąż jest to redukcja o zaledwie 0,1%, lecz jest to jakiś początek).
3. W tej redukcji w aktywach ujęto spadek ilości posiadanych przez Fed obligacji skarbowych o wartości 6 mld USD. Fed może i nadal finansuje rząd Stanów Zjednoczonych poprzez zakup jego obligacji, lecz robi to na mniejszą skalę.
4. Podczas gdy Fed obniżył ilość posiadanych skarbowych papierów dłużnych, drastycznie podwyższył ilość papierów wartościowych zabezpieczonych hipotecznie (MBS) (o prawie 90 mld USD.) Rozrost ten można uznać za kłopotliwy z kilku powodów. Po pierwsze, MBS w większości stanowią pożyczki niskiej jakości, które kiedyś znajdowały się w posiadaniu systemu bankowego. Kupując te obligacje, Fed przesunął ryzyko ich niespłacenia (będzie ono szczegółowo opisane później) z systemu bankowego do swoich własnych ksiąg. Po drugie, MBS są rejestrowane po ich wartości

nominalnej. Ich prawdziwa wartość rynkowa pozostanie nieznana, dopóki Fed nie zdecyduje się ich sprzedać.

5. Ilość zaległych banknotów Rezerwy Federalnej (te nędzne jednodolarówki, które zapewniają administracji wypłatę) wzrosła do 92 mld USD, czyli o ok. 9%. Ten wzrost kompensowany był dużym zmniejszeniem w ilości gotówki trzymanej przez Fed w depozytach. Pomimo tego, że Skarb Państwa Stanów Zjednoczonych posiada sporą ilość tych depozytów, to instytucje depozytowe (banki) posiadają ich lwią część. Ten spadek w funduszach zdeponowanych w Fedzie może sygnalizować, że banki bardziej optymistycznie patrzą na stan gospodarki i zaczynają udzielać pożyczek ze swoich rezerw. Ta działalność kredytowa podczas kryzysu uległa znacznemu osłabieniu i doprowadziła do dużego nagromadzenia nadmiernych rezerw.

Spadek w wartości depozytów, a co za tym idzie, zmniejszenie całkowitego bilansu Fedu, generalnie stanowiłyby zachętę do optymizmu. Zwiększenie bilansu Fedu o dwa biliony USD w następstwie krachu kredytowego z 2008 roku, było alarmujące — nawet dla tych, którzy byli całkowicie pewni, że było potrzebne! Jego wielkość oraz zakres wykupionych aktywów stanowił granicę wyznaczającą wyraźne odejście od jakiegokolwiek eksperymentu, który Fed próbował przeprowadzić wcześniej.

Podczas gdy wielu ekonomistów, w tym większość przedstawicieli Fedu, próbowało łagodzić strach obawy opinii publicznej przed myślą, że zwiększenie podaży pieniądza na tak ogromną skalę spowoduje hiperinflację, niektórzy z nich zgadzali się z tą opinią.

Pisałem wcześniej ([tu](#) i [tu](#)), że działania Fedu nie muszą koniecznie zwiększać presji na ceny, tak długo jak wartość aktywów, które nabywa, pozostanie stała. Teoria ta — która jest powszechnie uznawana przez większość ekonomistów — w pigułce przedstawia się mniej więcej następująco:

Rezerwa Federalna zwiększa podaż pieniądza poprzez kupno wątpliwej jakości aktywów od systemu bankowego. Zapłaciła za nie gotówką (wzrost w ilość banknotów) i otrzymała aktywa, które zapisała w swoim bilansie (głównie papiery wartościowe zabezpieczone hipotecznie oraz długi agencji federalnych). Gdyby banki pozyskały te świeżo wydrukowane pieniądze i przekazały je

pożyczkobiorcom, którzy wydaliby je na rynku, presja inflacyjna podniosłaby ceny. Aby temu zapobiec, Fed zaczął płacić odsetki od bilansów rezerw gotówkowych (zarówno obowiązkowych, jak i tych nadwyżkowych). Banki trzymałyby się tych nowych rezerw, zarabiały i poprawiały swoje pozycje kapitałowe. Nawet jeśli stopa oprocentowania tych rezerw była niewielka (na dzień dzisiejszy jest to zaledwie 0,25%), banki w większości wybierały tę drogę, niż ryzyko obracania pieniędzmi i możliwą ich utratą poprzez udzielanie pożyczek prywatnym przedsiębiorstwom i osobom fizycznym. Był to przykład rozwiązania typu *win-win*, które było korzystne dla obu stron. Banki dostawały zastrzyk kapitału i pozostawały wypłacalne. Fed „uratował” zaś sektor bankowy, zarazem nie powodując cenowej presji inflacyjnej.

Fed może zażegnawać inflację tylko do momentu, dopóki system bankowy nie zrobi użytku z nowych rezerw. Na szczęście, aby tego uniknąć, może po prostu odwrócić oryginalną transakcję. Gdy system bankowy znów stanie na nogi, Fed może odkupić rezerwy, które wyemitował przez ostatnie 4 lata, poprzez sprzedaż posiadanych aktywów. Jest to stanowisko przedstawicieli Fedu i wydaje się racjonalnym wyjaśnieniem odnośnie do tego, jak będzie wyglądała przyszłość. Jednakże istnieją dwa znaczące problemy.

Pierwszy z nich stanowi kwestia tego, jak duży zysk przyniesie sprzedaż papierów wartościowych zabezpieczonych hipotecznie (MBS) oraz długów agencji federalnych. Połączona wartość ponad 1,7 bln USD widoczna w bilansie obecnie przedstawia ich nominalną wartość. Nie wierzę, by wielu analityków uważało, że MBS znacząco zwiększyły swoją wartość, odkąd Fed zaczął je skupować kilka lat temu. Fed może zredukować wartość pasywów jedynie poprzez sprzedaż aktywów. Jeżeli Fed chce utrzymać rezerwy w ryzach, musi zaoferować sektorowi bankowemu coś w zamian — albo papiery MBS, albo inne aktywa. Jeżeli wartość tych aktywów spadnie w przyszłości, Fed nie będzie posiadać wystarczającej ilości aktywów, które mógłby wymienić na stworzone przez siebie rezerwy, co w rezultacie doprowadzi do stałego wzrostu podaży pieniądza.

Drugim problemem jest to, co stanie się, jeżeli Fed wystawi swoje aktywa na aukcję i nie pojawią się potencjalni nabywcy? System bankowy był w stanie sprzedać Fedowi swoje aktywa kiepskiej jakości w zamian za te wysokiej jakości. Co pozwala Rezerwie Federalnej sądzić, że banki będą chciały z powrotem odzyskać aktywa złej jakości? Sektor nieruchomości może się odrodzić, a wraz z

nim zwiększony profil zysk — ryzyko papierów MBS. Tym razem wydaje się to raczej niemożliwe. Niektórzy mogliby powiedzieć, że ten problem właściwie nie istnieje, bo Fed znajdzie kupca na swoje aktywa — jest to tylko kwestia ceny. To „rozwiązanie” sprowadza nas do poprzedniego problemu dotyczącego pytania, jak niską cenę sprzedaży swoich aktywów wątpliwej wartości będzie musiał zaakceptować Fed, by je zbyć.

Jeżeli stan gospodarki ulegnie poprawie, sektor bankowy będzie zwiększał ilość pożyczek ponad swoje rezerwy, wywołując presję inflacyjną na ceny. Jeśli jej stan nie ulegnie poprawie, Fed nie będzie w stanie zbyć swoich aktywów niskiej jakości, co sprawi, że ceny nadal będą ulegać presji inflacyjnej. Rozwiązanie typu *win-win* przeradza się w scenariusz *lose-lose* — obustronnej porażki. W temacie Fedu rok 2012 sygnalizuje, że system bankowy może podejmować kroki w celu zrobienia użytku ze swoich rezerw. Przejście z depozytów trzymanyh w Fedzie na walutę sygnalizuje, że banki odzyskują chęć do ponownego rozpoczęcia działań kredytowych. Te pożyczki zwiększają zasoby gotówki będące w posiadaniu ludzi i ostatecznie spowodują wystąpienie presji inflacyjnej.