

Allianz Research | 17 marca 2026 r.

Podwójny dylemat Warsh'a: gdy Bliski Wschód pisze na nowo scenariusz działania Fed

Ludovic Subran
Dyrektor ds. inwestycji i główny
ekonomista
ludovic.subran@allianz.com

Maxime Darmet
Starszy ekonomista ds. USA, Wielkiej
Brytanii i Francji
maxime.darmet@allianz-trade.com

Patrick Krizan
Starszy strateg ds. stóp procentowych
patrick.krizan@allianz.com

Dorian Simon
Strateg ds. stóp procentowych
simon.dorian@allianz.com

Podsumowanie

- **Szok cenowy na rynku energii opóźni jedyną spodziewaną obniżkę stóp procentowych Fed w 2026 r.** Rosnące ceny energii zapewne spowodują wzrost inflacji w USA do +3,6% r/r w kwietniu i maju, w porównaniu z +2,8% oczekiwanym przed rozpoczęciem konfliktu na Bliskim Wschodzie, przy założeniu, że ceny ropy utrzymają się w II kwartale średnio na poziomie około 90 USD/bbl. Pomimo wciąż słabej sytuacji na rynku pracy Fed będzie musiał utrzymać stopy na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca lata ze względu na uwolnienia się z kotwicy oczekiwań inflacyjnych. Nadal w Allianz Trade spodziewamy się tylko jednej obniżki stóp o 25 pb w tym roku, ale przesuniętej na wrzesień.
- **Kandydat na stanowisko prezesa Fed, Kevin Warsh, łączy gołąbie podejście do stóp procentowych z jastrzębim stanowiskiem wobec bilansu Fed, co mogłoby wysysać płynności z silnie lewarowanego systemu finansowego.** Narastające napięcia na amerykańskim rynku pieniężnym miałyby globalny wpływ na rynki finansowe, głównie poprzez kanał zmienności kursów walutowych i stóp procentowych. Warsh sprzeciwiał się kolejnym rundom luzowania ilościowego (QE) w dekadzie 2010, ostrzegając, że przedłużające się długotrwały skup aktywów tworzy nadmiar kapitału i grozi ryzykiem inflacji. Z perspektywy czasu jego obawy dotyczące zbyt luźnych warunków finansowych i wycen aktywów wydają się częściowo uzasadnione. Jednak drastyczna redukcja bilansu Fed, a nawet powrót do systemu ograniczonych rezerw (**reżim rzadkich rezerw** (ang. *scarce-reserves regime*) to system, w którym bank centralny utrzymuje w systemie bankowym dokładnie tyle gotówki (rezerw), ile banki komercyjne potrzebują, by spełnić wymogi prawne), oznaczałoby ignorowanie mechanizmów pośrednictwa, na których opiera się amerykański rynek finansowania od czasu globalnego kryzysu finansowego (GFC). Kluczową kwestią nie jest wielkość rezerw, ale bilanse dealerów dostępne do „przechowywania” obligacji skarbowych (Treasuries) i pośredniczenia w przepływach repo. Dealerzy podlegają ograniczeniom regulacyjnym, które ograniczają wielkość ich bilansów. Nie mogą oni robić dwóch rzeczy jednocześnie: absorbować dużych emisji obligacji skarbowych i zapewniać płynne finansowanie dla sektora prywatnego. Spowodowałoby to wzrost cen instrumentów zabezpieczających (spready swapowe i bazy cross-currency), ale w najgorszym scenariuszu takie niedopasowanie mogłoby wywołać spiralę delewarowania, wpływającą na wyceny ryzykownych aktywów i zwiększając ryzyko niewypłacalności podmiotów o wysokiej dźwigni (np. funduszy hedgingowych). Departament Skarbu i Fed mają możliwości złagodzenia tej sytuacji, ale wymagałoby to poluzowania na dużą skalę regulacji dotyczących dźwigni finansowej i/lub znacznego zmniejszenia emisji obligacji skarbowych, przy czym pierwsze rozwiązanie jest bardziej prawdopodobne niż drugie.
- **W Allianz Trade spodziewamy się, że Fed zacznie ostrożnie dążyć do umiarkowanego zmniejszenia bilansu najwcześniej od IV kwartału 2026 r.,** utrzymując stan posiadania obligacji skarbowych (Treasuries) na stałym poziomie, a jednocześnie kontynuując redukcję portfela papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką (MBS) o wartości 2 bln USD. Ograniczyłoby to zmienność na rynku pieniężnym, ale nadal wiązałoby się z ryzykiem wzrostu oprocentowania kredytów hipotecznych. **Wojny zazwyczaj wiążą się z monetyzowaniem deficytu, tj. wznowieniem luzowania ilościowego (QE) i odejściem od zapowiedzi Warsha dotyczących szybkiego zacieśniania ilościowego (QT).** Fed prawdopodobnie przyjmie model hybrydowy: „odchudzony” bilans połączony ze stałymi instrumentami repo jako stałym zabezpieczeniem płynności (standing repo facilities), co pozwoli zachować kontrolę nad

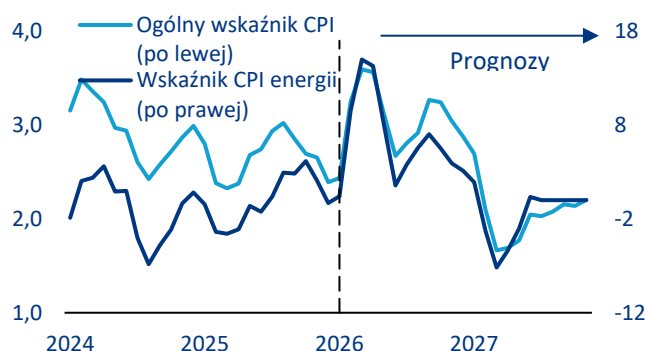
stopami przy jednoczesnym łagodzeniu systemowego ryzyka finansowania. Zmiany w regulacjach dotyczących płynności banków mogłyby również wesprzeć proces przechodzenia w stronę niższych rezerw bankowych. W Allianz Trade spodziewamy się, że stan rezerw bankowych będzie łagodnie spadał z obecnych 9,5% PKB, osiągając poziom z krachu na rynku pieniężnym z 2019 r. (poniżej 7% PKB) dopiero w IV kwartale 2028 r., choć niepewność jest duża, a epizody zmienności na rynku pieniężnym prawdopodobnie staną się częstsze. Redukcja portfela MBS **osłabi jednak zapewne próby administracji zmierzające do obniżenia stóp procentowych kredytów hipotecznych. Konflikt na Bliskim Wschodzie mógłby również radykalnie zmienić kierunek polityki pieniężnej w USA. W scenariuszu pesymistycznym konieczne może być luzowanie ilościowe, aby sfinansować wysiłek wojenny.**

Szok cenowy na rynku energii opóźni jedyną obniżkę stóp procentowych Fed w 2026 r.

Fed prawdopodobnie utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie podczas najbliższego posiedzenia 18 marca w obliczu presji inflacyjnej, która według naszych analiz osiągnie szczytowy poziom 3,6% w kwietniu lub maju. Konflikt na Bliskim Wschodzie stawia Fed przed trudnym dylematem, ponieważ inflacja ma przyspieszyć w związku z wyższymi cenami energii, podczas gdy sytuacja na rynku pracy nadal wydaje się niestabilna. W lutym liczba zatrudnionych poza rolnictwem spadła o 92 tys., i choć część tego spadku wynikała ze strajków w sektorze opieki zdrowotnej, to sektor prywatny z wyłączeniem opieki zdrowotnej nadal redukuje zatrudnienie. **Jednak w sytuacji, gdy inflacja od pięciu lat utrzymuje się powyżej docelowego poziomu 2%, Fed najwyraźniej nie może sobie pozwolić na skupianie się na ryzyku związanym z rynkiem pracy.** Oczekiwania inflacyjne są szczególnie wrażliwe na ceny energii (i żywności) i mogą ulec rozregulowaniu, jeśli Fed będzie postrzegany jako zbyt pobłażliwy wobec ryzyka inflacyjnego. W Allianz Trade spodziewamy się, że Cieśnina Ormuz zostanie ponownie otwarta do końca kwietnia. W międzyczasie częściowe przywrócenie dostaw, dodatkowa produkcja (Rosja, USA) oraz wykorzystanie rezerw strategicznych powinny pokryć ponad 50% luki w dostawach ropy i gazu, ograniczając ceny ropy do średnio 90 USD/bbl w II kwartale 2026 r. Szacujemy, że wskaźnik CPI energii w USA wzrośnie z +0,4% r/r w lutym do szczytowego poziomu około +15% w kwietniu. Inflacja bazowa wzrosłaby z +2,4% do szczytowego poziomu +3,6% w kwietniu-maju (wykres 1).

Nadal w Allianz Trade spodziewamy się **jednej obniżki stóp procentowych o 25 punktów bazowych w tym roku, ale przesuniętej na wrzesień.** Od dawna zakładaliśmy, że możliwości Fed w zakresie obniżania stóp procentowych w 2026 r. będą ograniczone, a przed wybuchem konfliktu na Bliskim Wschodzie spodziewaliśmy się jedynie jednej obniżki stóp w czerwcu – co stanowiło znacznie bardziej jastrzębie stanowisko niż to, które obecnie uwzględniają rynki finansowe. Obecnie w Allianz Trade spodziewamy się, że Fed poczeka do września, kiedy to inflacja powinna zacząć spadać, choć nadal pozostanie powyżej celu. Rynek pracy prawdopodobnie pozostanie słaby, a nawet ulegnie dalszemu osłabieniu w okresie letnim, ponieważ wyższa inflacja pochłania dochody gospodarstw domowych i marże zysku niektórych przedsiębiorstw. Jeśli Fed w najbliższym czasie wstrzyma się z decyzjami (utrzyma stopy bez zmian), ryzyko wystąpienia **efektów drugiej rundy** w cenach, które potęgowałyby pierwotny szok cenowy na rynku energii, może być mniejsze niż w 2022 roku

Wykres 1: Prognoza inflacji CPI w USA (po lewej)



Źródła: LSEG Datastream, Allianz Trade Research

Naciski Kevina Warsha na zmniejszenie bilansu Fed mogą zyskać na sile...

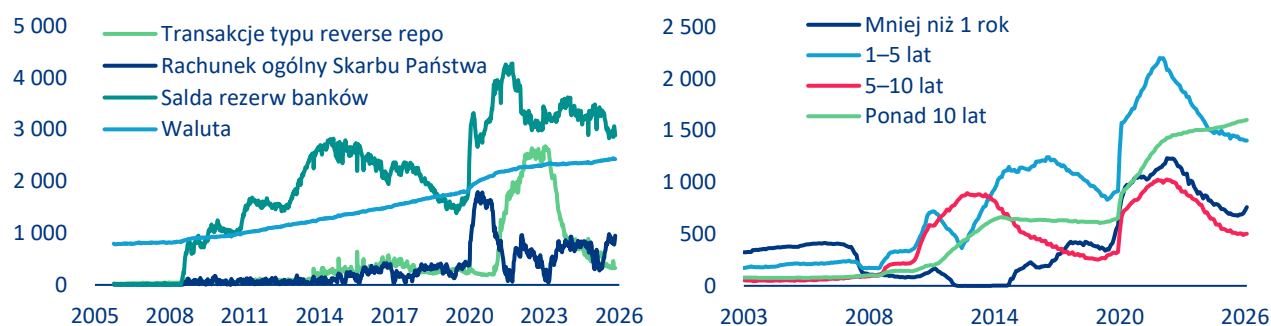
Kevin Warsh, kandydat prezydenta Trumpa na stanowisko przewodniczącego Fed, uspokoił rynki finansowe dzięki swoim imponującym osiągnięciom i postrzeganiu go jako ostrożnego w podejściu do polityki pieniężnej. Warsh, który

ma objąć stanowisko w maju, zasiadał w zarządzie Fed w latach 2006–2011, w szczytowym momencie globalnego kryzysu finansowego (GFC). W tamtym czasie popierał agresywne działania monetarne mające na celu stabilizację rynków. Jednak gdy ożywienie gospodarcze nabrało tempa, sprzeciwił się drugiej i trzeciej rundzie luzowania ilościowego (QE) i zrezygnował ze stanowiska w 2011 r., podobno w związku z różnicami w poglądach na temat dalszego skupu aktywów. Co ważne, jego obawy dotyczące QE koncentrowały się na zacieraniu się granic między polityką pieniężną a fiskalną. Ostrzegał przed ryzykiem dla stabilności finansowej, bankami spekulacyjnymi i presją inflacyjną wynikającą z rozszerzonego bilansu. Z perspektywy czasu wiele poglądów Warsha okazało się słusznych: warunki finansowe są bardzo luźne od czasu globalnego kryzysu finansowego, rynki akcji są w dobrej kondycji, ryzyko finansowe uległo kumulacji, a inflacja wzrosła – choć później, niż zakładał. Inni krytycy polityki bilansowej Fed to m.in. sekretarz skarbu Bessent, którego zarzuty skupiają się na stratach operacyjnych netto, jakie ponosi Fed, płacąc odsetki od rezerw banków – choć Bessent nie naciska na gwałtowne zmniejszenie bilansu Fed. Niedawno, w 2025 r., Warsh w artykule redakcyjnym opowiedział się za znacznym zmniejszeniem aktywów Fed.

Jednak jastrzębie poglądy Warsha dotyczące bilansu idą w parze z bardziej gołębiym stanowiskiem w sprawie stóp procentowych. Warsh twierdzi, że polityka pieniężna jest zbyt restrykcyjna dla małych przedsiębiorstw i wzywa do obniżenia stóp procentowych. Uważa on, że silny wzrost PKB wynika z pozytywnego szoku podażowego – zwłaszcza związanego ze sztuczną inteligencją – który powinien wywołać skutki deflacyjne, a te z kolei zostaną wzmocnione przez program deregulacyjny administracji. Ponadto w 2025 r. Warsh napisał, że Fed „powinien porzucić dogmat, zgodnie z którym inflacja jest spowodowana zbyt szybkim wzrostem gospodarczym i zbyt wysokimi wynagrodzeniami pracowników”, sygnalizując ograniczone obawy związane z wystąpieniem presji inflacyjnej napędzanej popytem. Zasugerował również, że „hojność” bilansu „można wykorzystać w postaci niższych stóp procentowych w celu wsparcia gospodarstw domowych oraz małych i średnich przedsiębiorstw”. Chociaż implikacje operacyjne pozostają niejasne, może to oznaczać preferencję dla przejścia od zakupów aktywów w kierunku bardziej bezpośrednich mechanizmów wsparcia kredytowego.

Krytyka Warsha dotycząca nadmiernie rozbudowanego bilansu Fed może znaleźć poparcie wśród członków FOMC. Fed już znacznie zmniejszył swój bilans z najwyższego poziomu w 2022 r., wynoszącego 35% PKB, do poniżej 20%, poprzez redukcję portfela aktywów (obligacji skarbowych i papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką). Wszystkie terminy zapadalności obligacji skarbowych zostały skrócone, z wyjątkiem obligacji długoterminowych (wykres 2, po lewej). Średnia wartość bilansu Fed przed globalnym kryzysem finansowym wynosiła blisko 5% PKB, kiedy to Fed działał w ramach systemu rezerw „na wypadek”, a nie rezerw „nadwyżkowych”: salda rezerw banków przed globalnym kryzysem finansowym wynosiły zasadniczo zero (wykres 2, po prawej). Pod koniec 2025 r., w następstwie napięć na rynku repo, Fed podjął decyzję o uruchomieniu programu zakupów w ramach zarządzania rezerwami (RMP), tj. zakupów obligacji skarbowych o krótkich terminach zapadalności (bony skarbowe), aby ponownie zwiększyć salda rezerw. Zakupy bonów skarbowych są częściowo finansowane z reinwestycji spłat papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką (MBS) oraz dłużnych papierów skarbowych o dłuższym terminie zapadalności. Wśród członków FOMC pojawiły się jednak pewne rozbieżności co do zakresu, w jakim Fed powinien zwiększyć swoje zakupy, a w protokole odnotowano, że „kilku uczestników dodało, iż skuteczne stałe operacje repo mogą pozwolić na zmniejszenie bilansu”.

Wykres 2: Główne pozycje pasywów (głównie rezerwy bankowe i gotówka w obiegu) bilansu Fed (po lewej); portfel obligacji skarbowych Fed według terminów zapadalności (po prawej) – w mld USD



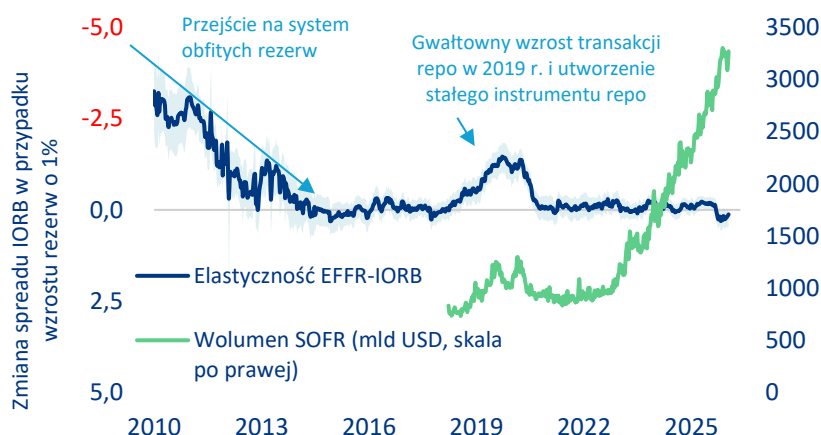
Źródła: LSEG Datastream, Allianz Trade Research

...ale byłyby to ryzykowna strategia przy niewielkich korzyściach

Przejście w kierunku zmniejszenia bilansu wiązałoby się z ryzykiem dla stabilności finansowej, ponieważ system polityki pieniężnej przeszedł od precyzyjnego dostosowywania rezerw do pośrednictwa sektora prywatnego. Obecna polityka bilansowa oparta na obfitych rezerwach jest wynikiem zmian strukturalnych spowodowanych globalnym kryzysem finansowym. Przed 2007 r. Fed stosował system korytarza ograniczonych rezerw na rynku finansowania, który charakteryzował się pożyczkami niezabezpieczonymi na dużą skalę, niewielkimi bilansami dealerów, luźnymi ograniczeniami dźwigni finansowej (przed Bazyleą III), pozabilansowymi transakcjami repo oraz ograniczoną rolą podmiotów niebankowych (funduszy rynku pieniężnego, funduszy hedgingowych itp.) w podaży gotówki. Po załamaniu płynności podczas globalnego kryzysu finansowego Fed zwiększył swój bilans poprzez zakupy aktywów na dużą skalę – tworząc taką nadwyżkę rezerw, że system korytarza rezerwowego nie mógł już być obsługiwany za pomocą precyzyjnie dostosowanych operacji otwartego rynku – i przyjął rolę animatora rynku ostatniej instancji. Struktura amerykańskiego rynku finansowania zmieniła się z systemu, w którym banki arbitrażowały niewielkie niedobory rezerw poprzez pożyczki międzybankowe, na system, w którym ceny są ustalane przez stopy administracyjne i instrumenty banku centralnego, a dealerzy, których bilans jest ograniczony, pośredniczą między podmiotami niebankowymi a Fed. W rezultacie punkt krytyczny systemu przesunął się z wielkości rezerw na wielkość bilansu dealerów dostępnego do przechowywania obligacji skarbowych i pośredniczenia w przepływach repo. Jeśli możliwości bilansowe są ograniczone, płynność rynkowa może być niska pomimo dużych rezerw. Powrót do systemu niedoboru (rzadkich) rezerw sprzed globalnego kryzysu finansowego nie byłby „powrotem do tego, co działało przez dziesięciolecia”, lecz po prostu ignorowaniem pośredniczącej natury amerykańskiego rynku finansowania. Obecny system oparty na obfitych rezerwach (floor system), wraz z oprocentowaniem sald rezerw (IORB) oraz stałymi instrumentami (odwrotne repo jednodniowe **ON RRP**, stały instrument repo **SRF**), stanowi kluczowy filar ograniczania zmienności przez banki centralne w erze po GFC. Dzisiejsze zmiany w poziomie rezerw mają jedynie minimalny wpływ na ruchy spreadów na rynku pieniężnym. W poprzednim reżimie „rzadkich rezerw” zmiana poziomu rezerw o 1% mogła wywołać reakcję spreadów rynkowych rzędu nawet 3–4 punktów bazowych (Wykres 3). Powrót do rzadkich rezerw z codziennymi operacjami otwartego rynku stworzyłby zmienność i zakłócenia stóp rynkowych, ponieważ to zdolność do pośrednictwa (intermediation capacity), a nie proste zarządzanie rezerwami, jest obecnie kluczowym punktem napięcia (point of friction).

Rysunek 3: Elastyczność popytu na rezerwy: reakcja różnicy między EFFR* a IORB na 1-procentową zmianę rezerw

Elastyczność popytu na rezerwy to wrażliwość spreadów rynkowych (różnicy między efektywną stopą Fed a oprocentowaniem rezerw IORB oraz między stawką SOFR a IORB) na zmiany w podaży rezerw – czyli nachylenie krzywej popytu na rezerwy. Gdy napięcia rynkowe (tarcia) są niskie, nachylenie to jest bliskie zeru, a spready niemal się nie zmieniają. Gdy transmisja pieniądza jest zakłócona, krzywa staje się bardziej stroma, a niewielkie szoki w podaży rezerw prowadzą do dużych zmian spreadów na rynku pieniężnym. W 2009 roku zwiększenie rezerw o 1% prowadziło do zawężenia spreadów rynkowych o 3–4 punkty bazowe, podczas gdy obecnie jest to zaledwie 0,15 punktu bazowego. Elastyczność relacji SOFR-IORB charakteryzuje się większą zmiennością, ponieważ odzwierciedla ona transmisję między rynkiem pieniężnym niezabezpieczonym a rynkiem zabezpieczonym (opartym na kolaterale).



*EFFR = efektywna stopa funduszy federalnych

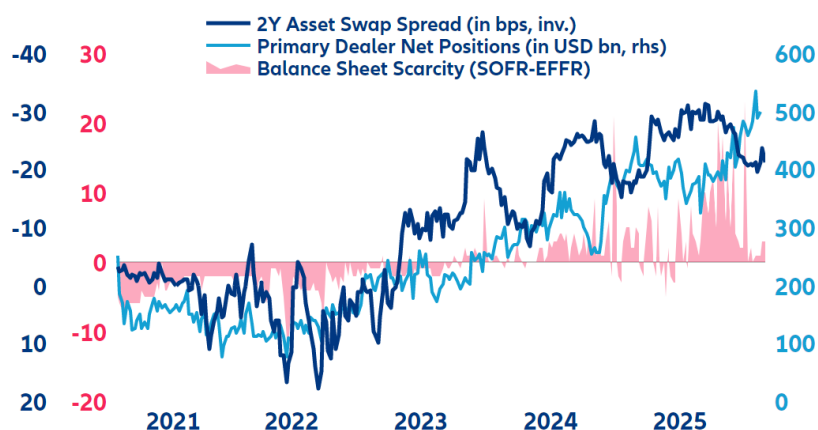
Źródła: LSEG Datastream, Allianz Trade Research

Zniesienie oprocentowania rezerw (IORB) przyniosłoby więcej negatywnych niż pozytywnych skutków, co sprawia, że jest to mało prawdopodobne. Oprócz dyskusji na temat bilansu Fed toczy się również debata dotycząca zniesienia odsetek od rezerw (IORB). IORB ma na celu sterowanie zachowaniem banków poprzez zagwarantowanie im administracyjnie ustalonej stopy zwrotu z ich rezerw. Koszty i korzyści związane z funkcjonowaniem tego systemu są przedmiotem kontrowersji politycznych. Krytycy postrzegają IORB jako subsydia dla amerykańskiego sektora bankowego. Fed natomiast widzi w IORB cenę za podtrzymanie przepływu kredytów bankowych. Wyeliminowanie IORB „byłoby nadzwyczaj destrukcyjne”, ponieważ upośledziłoby kontrolę Fed nad krótkoterminowymi stopami procentowymi, zmniejszyło wolumen transakcji w których pośredniczą banki, a tym samym ograniczyło płynność sektora prywatnego.. Ponadto spowodowałoby to ogromną zmienność na rynku pieniężnym i presję na obniżenie stóp krótkoterminowych, ponieważ banki zastąpiłyby rezerwy alternatywnymi instrumentami oprocentowanymi, takimi jak nowo wyemitowane obligacje skarbowe lub instrument odwróconego repo Fed (RRP, który stanowi dolną granicę korytarza stóp polityki pieniężnej). Zastąpienie rezerw obligacjami skarbowymi zwiększyłoby ryzyko płynności banków i podniosłoby wymogi kapitałowe wynikające z Bazylei III, co zwiększyłoby popyt banków na płynność z banku centralnego, a tym samym przeciwdziałałoby wysiłkom zmierzającym do zmniejszenia bilansu Fed. Przejście na RRP spowodowałoby również zmniejszenie marż odsetkowych netto banków, ograniczenie ich zdolności kredytowej i zahamowanie podaży kredytu dla gospodarki. Biorąc pod uwagę te niekorzystne konsekwencje, koszty zniesienia IORB przewyższają korzyści fiskalne.

Fed działa już w warunkach niedoboru

Fed stoi w obliczu paradoksu finansowania, w którym obszerny bilans idzie w parze z ograniczonymi możliwościami pośrednictwa. Chociaż dyskusja koncentruje się na niedoborze rezerw, stwierdzamy, że Fed już teraz działa w warunkach deficytu, tyle że od strony **pośrednictwa**. Pośrednictwo na rynkach finansowania to gotowość i zdolność dealerów oraz banków – ograniczonych wymogami bilansowymi (podlegających regulacyjnym limitom dźwigni i płynności) – do występowania w roli brokera między zasobnymi w gotówkę podmiotami niebankowymi (fundusze rynku pieniężnego, fundusze emerytalne itp.) a posiadającymi dużo zabezpieczeń (kolaterалу) emitentami (Skarb Państwa USA, przedsiębiorstwa itp.). W erze QE – luzowania ilościowego ograniczenia bilansowe rzadko stanowiły krytyczną barierę. Wraz z QT (zacieśnianiem ilościowym) nadpłynność spadła, a zdolność bilansowa dealerów zmalała, podobnie jak ich zdolność do absorpcji długu. Taka sytuacja utrzymuje się do dziś. Ponieważ emisja obligacji skarbowych (zwłaszcza bonów skarbowych – T-Bills) zajmuje coraz większą część ograniczonego bilansu dealerów, finansowanie staje się droższe dla innych inwestorów, szczególnie tych prowadzących lewarowane, ryzykowne strategie (np. *basis trade*, *asset swap spread* tj. transakcje bazowe, spread swapów aktywów). Na wykresie 4 widać efekt deficytu bilansowego: im bardziej rośnie emisja obligacji skarbowych, tym bardziej dealerzy muszą zwiększać ich zasoby w swoich księgach. Ich **koszt utrzymania pozycji** (*cost of carry*) znajduje odzwierciedlenie w premii za ryzyko, którą jest *asset swap spread*, oraz w zwiększonym popycie na gotówkę, widocznym w spreadzie między stawkami SOFR a Fed Funds (SOFR można rozumieć jako cenę za zdolność bilansową), a także w zmienności stóp krótkoterminowych.

Wykres 4: Ilustracja deficytu zdolności bilansowej

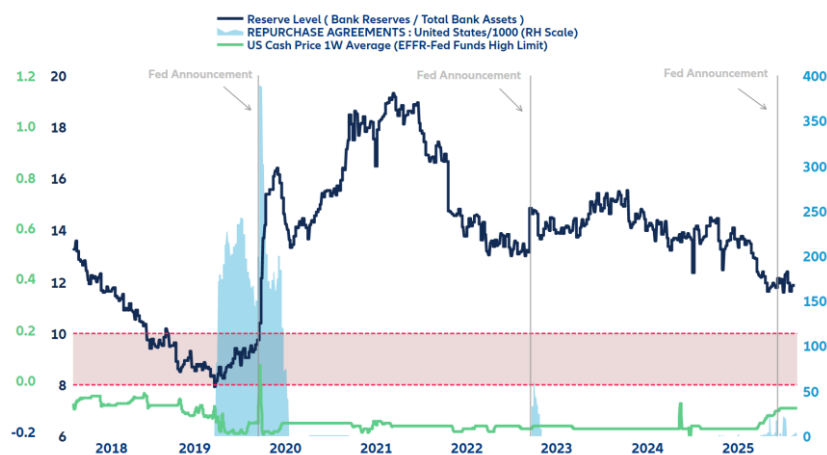


Źródła: LSEG Datastream, Allianz Trade Research

Niedawną decyzję Fed o wznowieniu zakupów krótkoterminowych amerykańskich obligacji skarbowych (T-Bills) należy postrzegać jako reakcję na ten niedobór; działanie to ma służyć jako wsparcie gotówkowe w celu absorpcji ogromnych

emisji Skarbu Państwa USA. Jeśli deficyt pośrednictwa będzie się utrzymywał, będziemy świadkami dalszych interwencji Fed, głównie poprzez instrumenty SRF (tymczasowe operacje otwartego rynku) oraz dalszy skup aktywów. Prawdopodobieństwo interwencji Fed jest powiązane ze stosunkiem rezerw bankowych do całkowitych aktywów banków. Powyżej 10% rezerwy uznaje się za „obfite” (**abundant**), poniżej 10% za „wystarczające” (**ample**), natomiast poziom 8% oznacza, że rezerwy są „rzadkie” (**scarce**). Jak pokazano na wykresie 5, gdy rynek osiąga poziom stresu absorpcyjnego, Fed zazwyczaj interweniuje i przywraca płynność rynkową. Interwencjom tym często towarzyszą ogłoszenia o nowych instrumentach (SRF we wrześniu 2019 r.) lub programach (np. **BTFP** po kryzysie Silicon Valley Bank w marcu 2023 r.).

Wykres 5: Ramy interwencji Fed – cena pieniądza, poziomy rezerw i wykorzystanie stałego instrumentu repo SRF



Źródła: LSEG Datastream, Allianz Trade Research

Fed przechodzi od bycia strukturalnym dostawcą płynności do roli zaworu bezpieczeństwa, podczas gdy bilans odgrywa ograniczoną rolę. Problem polega na tym, że podmioty niebędące bankami (zwłaszcza lewarowane fundusze hedgingowe) nie są „podłączone” do zaworów Fed. Podwyższone i zmienne stopy repo przy bardziej restrykcyjnych redukcjach wartości zabezpieczeń mogą zmusić je do likwidacji ryzykownych strategii lewarowanych (takich jak transakcje bazowe) i sprzedaży obligacji skarbowych na mniej płynnym rynku, co wzmocni zmiany cen i zmienność. Taką destabilizującą spiralę delewarowania obserwowano na przykład w marcu 2020 r. Departament Skarbu i Fed mają możliwość złagodzenia tych zagrożeń. Znaczne złagodzenie regulacji dotyczących dźwigni finansowej (tj. SLR, ISLR) mogłoby złagodzić niektóre ograniczenia bilansowe i uwolnić środki pieniężne, które mogłyby złagodzić presję na płynność. **Znaczne spowolnienie emisji obligacji skarbowych również mogłoby uwolnić możliwości bilansowe, ale pozostaje to mało prawdopodobne.** Oba rozwiązania miałyby zresztą tylko charakter tymczasowy.

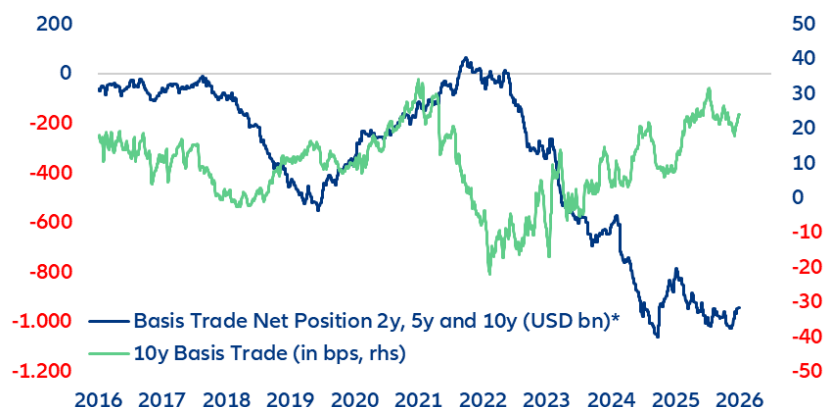
Fed może stracić kontrolę nad globalną zmiennością

Amerykańskie rynki pieniężne są głównymi dostawcami płynności i dźwigni finansowej w całym globalnym systemie finansowym. Gdy spready na amerykańskich rynkach pieniężnych ulegają rozszerzeniu, a zmienność wzrasta w wyniku presji na stopę SOFR, głównymi kanałami transmisji stają się rynek swapów walutowych (**FX swap**) oraz swapów stóp procentowych (**IRS**). W przypadku swapów walutowych dzieje się tak, ponieważ ci sami pośrednicy wykorzystują swoje ograniczone bilanse do wyceny instrumentów pochodnych na waluty. W związku z tym pośrednicy mogą przenieść koszt ograniczonych bilansów poprzez wyższe premie za ryzyko na użytkowników końcowych, co skutkuje większą zmiennością kursów walutowych i poszerzeniem bazy międzywalutowej, a także aprecjacją (umocnieniem) dolara amerykańskiego, co z kolei powoduje zaostrzenie globalnych warunków finansowych.

Kanał transmisji poprzez swapy stóp procentowych działa poprzez dynamikę emisji obligacji skarbowych. Spready swapowe odzwierciedlają płynność w określonych terminach zapadalności, a także zdolność absorpcyjną systemu bankowego. Jeśli nowo wyemitowany dług nie zostanie w wystarczającym stopniu objęty przez sektor prywatny, dealerzy pierwotni (banki) muszą zgodnie z prawem utrzymywać go w swoich księgach, co wpływa na ich zdolność do finansowania sektora prywatnego. Ujemne spready swapowe są oznaką, że absorpcja emisji jest ograniczona. Zmniejsza to popyt na długoterminowe instrumenty, zwiększa spready między ceną kupna a sprzedaży, ogranicza wolumeny obrotu i powoduje wypłaszczenie lub stromienie krzywej dochodowości. Efekt ten jest wzmacniany przez ogromne pozycje funduszy hedgingowych w transakcjach bazowych obligacji typu **basis trade** (długa pozycja w obligacjach gotówkowych, krótka pozycja w kontraktach terminowych), finansowanych na amerykańskich rynkach pieniężnych. Oficjalne dane CFTC (Komisji

Handlu Kontraktami Terminowymi Towarowymi) wskazują na łączny wolumen w wysokości 1 300 mld USD, przy czym pozycja krótka netto w transakcjach bazowych w USA wynosi 1 000 mld USD (wykres 6).

Wykres 6: Fundusze hedgingowe posiadają minimalną pozycję krótką netto w wysokości 1000 mld USD w kontraktach terminowych na obligacje skarbowe USA

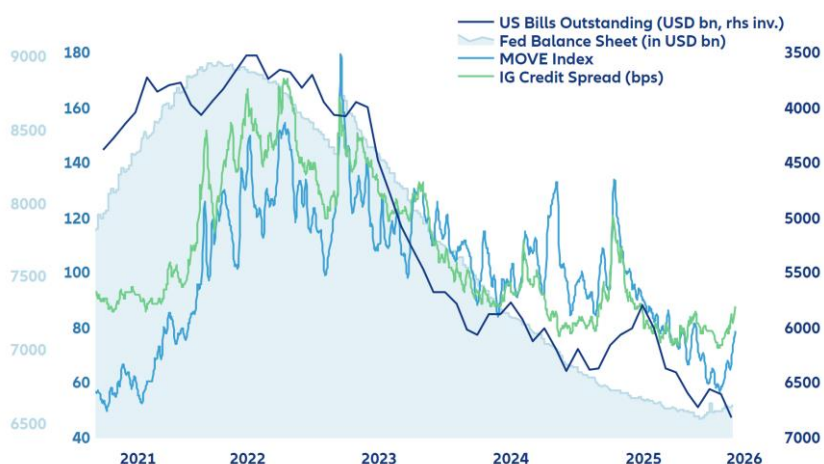


*wartość netto otwartych pozycji w USD dla funduszy lewarowanych według danych CFTC (Commodity Futures Trading Commission)

Źródła: LSEG Datastream, Allianz Trade Research

Niska płynność rynku pieniężnego stwarza zatem ryzyko wyprzedzi na rynku obligacji (fixed income) i zwiększa ryzyko masowej spirali delewarowania. Rynek amerykańskich obligacji skarbowych jest obecnie bardziej narażony na to ryzyko, ponieważ fundusze hedgingowe stały się marginalnym nabywcą amerykańskich obligacji skarbowych, odkąd amerykańska krzywa dochodowości (przy uwzględnieniu zabezpieczenia ryzyka walutowego) stała się stosunkowo nieatrakcyjna dla inwestorów zagranicznych. Fundusze hedgingowe nie są jednak inwestorami typu „kup i trzymaj”; wykorzystują one te amerykańskie obligacje skarbowe jako zabezpieczenie (**collateral**) do pożyczania gotówki na rynku repo w celu finansowania pozycji lewarowanych, takich jak arbitraż krzywej dochodowości, spready swapowe, spready kredytowe, produkty sekurytyzowane oparte na obligacjach, kryptowaluty czy indeksy giełdowe. Ten popyt ze strony inwestorów lewarowanych obniża zmienność implikowaną w wielu klasach aktywów i jest przyczyną niezwykle niskiej zmienności globalnej. Mechanizm ten działa jednak tylko tak długo, jak długo zmienność stóp na rynku pieniężnym pozostaje stłumiona. Właśnie dlatego jakakolwiek zmiana w systemie polityki pieniężnej Fed byłaby bardzo ryzykowna (Wykres 7).

Wykres 7: Ograniczenie zmienności jest powiązane z polityką pieniężną i fiskalną



Źródła: LSEG Datastream, Allianz Trade Research

Jak przebiegałby globalny szok zmienności?

Przenoszenie rosnącej zmienności stóp na rynku pieniężnym odbywa się poprzez wyższe premie za ryzyko, co mogłoby negatywnie wpłynąć na dźwignię finansową, wpłynąć na wyceny aktywów ryzykownych oraz zwiększyć ryzyko niewypłacalności w systemie bankowym i pozabankowym. Proces ten przebiegałby w następujący sposób:

Po pierwsze, wezwanie do uzupełnienia depozytu (**margin call**) wynikające ze zmienności stóp wywołałoby nagły popyt na refinansowanie, a w konsekwencji wyprzedaż lewarowanych aktywów. Jako pierwsze poddałyby się korekcie aktywa niszowe/periferyjne (**fringe assets**), takie jak lewarowane kryptowaluty czy fundusze ETF o wysokiej dźwigni.

Po drugie, wzrosłoby ryzyko niewypłacalności wśród inwestorów lewarowanych (funduszy hedgingowych). Ponieważ fundusze te zazwyczaj finansują się na rynku **sponsored repo**¹, banki pełniące rolę sponsorów musiałyby ostatecznie wkroczyć i ratować izbę rozliczeniową, gdyby fundusze hedgingowe upadły.

Ta procykliczność jest wynikiem strategii „aktywnej emisji skarbowych papierów wartościowych” (ATI). Jej celem jest masowa emisja bonów skarbowych (T-bills) w celu uwolnienia nadwyżki płynności wygenerowanej przez luzowanie ilościowe (QE) i zdeponowanej w programie RRP (reverse repo program), aby przeciwdziałać restrykcyjnym skutkom zacieśniania ilościowego (QT). Jednak ta agresywna podaż bonów skarbowych zwiększyła również potencjał transakcji lewarowanych dla podmiotów niebędących bankami (funduszy hedgingowych). Strategia ATI przyczyniła się zatem do napędzania cen aktywów i tłumienia ich zmienności. Jak dotąd nie widzimy stresu na rynku *sponsored repo*, ale wolumeny wskazują na lekki trend delewarowania od początku roku.

Ryzyko delewarowania ze strony sektora niebankowego jest wzmacniane przez dodatkowe warstwy dźwigni finansowej: **transformację zabezpieczeń** (collateral transformation) oraz **ponowne wykorzystanie zabezpieczeń** (collateral re-use).

Transformacja zabezpieczeń to praktyka, w której kontrahenci wymieniają aktywa niższej jakości (np. obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym) na aktywa wysokiej jakości (jak amerykańskie obligacje skarbowe) na pozagiełdowych rynkach bilateralnych. Transakcje te odbywają się poza bilansem, a ich skala jest trudna do oszacowania.

Ponowne wykorzystanie zabezpieczeń (rehypothecation) występuje, gdy dealerzy ponownie wykorzystują otrzymany zastaw, tworząc „łańcuchy zabezpieczeń”, w których ten sam składnik aktywów przechodzi przez wiele transakcji. Jest to powszechna praktyka – szacuje się, że około 85% zabezpieczeń otrzymanych przez największych głównych dealerów jest wykorzystywanych ponownie.

W scenariuszu masowej wyprzedaży ponowne wykorzystanie zabezpieczeń może wywołać reakcję łańcuchową na rynkach, którą płynnościowe „bezpieczniki” Fed (backstops) mogłyby powstrzymać tylko częściowo, ponieważ zjawisko to zachodzi poza sferą wpływów banku centralnego – w sektorze niebankowym lub w nierozliczanych segmentach dolarowych rynków pieniężnych (**system eurodolarowy**).

Fed będzie redukował swój bilans w zwolnionym tempie

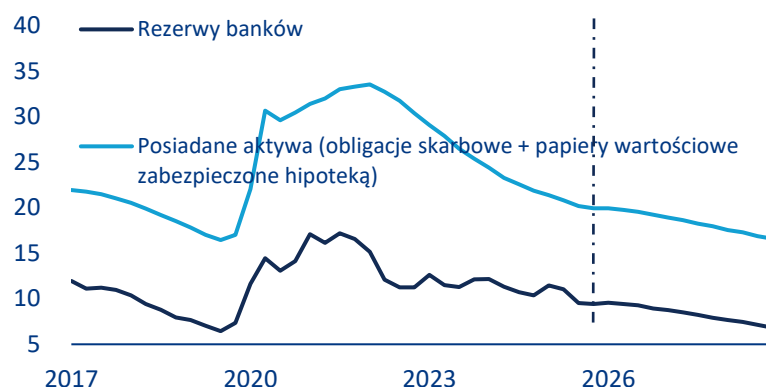
Biorąc pod uwagę te słabości rynku, w Allianz Trade spodziewamy się, że Fed wkroczy na ścieżkę redukcji bilansu bardzo ostrożnie, najwcześniej od IV kwartału 2026 roku. Portfel obligacji skarbowych (Treasuries) może pozostać na niezmiennym poziomie, podczas gdy Fed może kontynuować wyprzedaż portfela papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką (MBS) o wartości 2 bln USD. Zamiast tego Fed w większym stopniu polegałby na stałych instrumentach repo jako permanentnych zabezpieczeniach płynności (**backstops**), co pozwoliłoby zachować kontrolę nad stopami procentowymi przy jednoczesnym łagodzeniu systemowego ryzyka finansowania w miarę spadku rezerw.

Zmiany w regulacjach dotyczących płynności banków, takie jak obniżenie wymogów płynnościowych (które obejmują rezerwy bankowe), mogłyby wesprzeć proces przechodzenia w stronę mniejszego bilansu i niższych rezerw. Utrzymałoby to stabilność rynków finansowych, ale niosłoby ryzyko wyższych stóp procentowych kredytów hipotecznych. W Allianz Trade spodziewamy się, że przekonanie większości członków FOMC (Komitetu Otwartego Rynku) przez Warsha do rozpoczęcia redukcji bilansu zajmie trochę czasu. Najprawdopodobniej kompromis zostanie wypracowany wokół utrzymania stałego poziomu całkowitych zasobów obligacji skarbowych (zamiast ich kurczenia), przy jednoczesnym pozwoleniu na dalsze wygaszanie portfela MBS w obecnym tempie około -17 mld USD miesięcznie.

W tym scenariuszu bazowym w Allianz Trade spodziewalibyśmy się, że Fed rozpocznie zmniejszanie swojego bilansu w IV kwartale 2026 r. Rezerwy banków spadłyby z obecnych 9,5% PKB do poniżej 7% w IV kwartale 2028 r. – poziomu zbliżonego do tego z okresu załamania rynku pieniężnego z 2019 r. Innymi słowy, przy ostrożnej redukcji bilansu minie trochę czasu, zanim Fed potencjalnie stanie w obliczu zmienności na rynku pieniężnym spowodowanej zmniejszonymi rezerwami. Prognozowanie wiąże się jednak z dużą niepewnością. W szczególności, gdyby nominalny PKB rósł szybciej niż się w Allianz Trade spodziewamy, moglibyśmy zaobserwować szybszą redukcję rezerw jako udziału w PKB.

¹ Rynek repo sponsorowanego obejmuje rozliczane transakcje repo, w ramach których dealer (bank) wprowadza klientów niebędących dealerami (takich jak fundusze hedgingowe lub fundusze rynku pieniężnego) do centralnej platformy rozliczeniowej Fixed Income Clearing Corporation, umożliwiając tym klientom pośredni dostęp do centralnie rozliczanych transakcji repo, przy czym dealer gwarantuje wypełnienie ich zobowiązań.

Wykres 8: Rezerwy banków w Fed i aktywa Fed (obligacje skarbowe + MBS), % PKB



Źródła: LSEG Datastream, Allianz Trade Research

Kontakt z Allianz Trade

Grzegorz Błachnio
+48 601 056 830
grzegorz.blachnio@allianz-trade.com

Kontakt z multiAN PR

Artur Niewrzedowski
+ 48 509 433 874
artur.niewrzedowski@multian.pl

Oceny te, jak zawsze, podlegają zastrzeżeniu przedstawionemu poniżej.

STWIERDZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI

Oświadczenia zawarte w niniejszym dokumencie mogą obejmować prognozy, stwierdzenia dotyczące przyszłych oczekiwań oraz inne stwierdzenia dotyczące przyszłości, które opierają się na aktualnych poglądach i założeniach kierownictwa oraz wiążą się ze znanymi i nieznanymi ryzykami i niepewnością. Rzeczywiste wyniki, osiągnięcia lub zdarzenia mogą znacznie różnić się od tych wyrażonych lub sugerowanych w takich stwierdzeniach dotyczących przyszłości.

Takie odchylenia mogą wynikać między innymi z (i) zmian ogólnych warunków gospodarczych i sytuacji konkurencyjnej, szczególnie w podstawowej działalności i na głównych rynkach Grupy Allianz, (ii) wyników rynków finansowych (w szczególności zmienności rynkowej, płynności i zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i dotkliwości zdarzeń objętych ubezpieczeniem, w tym katastrof naturalnych, oraz zmian kosztów szkód, (iv) poziomów i trendów śmiertelności oraz zachorowalności, (v) poziomów trwałości, (vi) w szczególności w działalności bankowej, zakresu niewypłacalności kredytowej, (vii) poziomów stóp procentowych, (viii) kursów walutowych, w tym kursu EUR/USD, (ix) zmian w przepisach ustawowych i wykonawczych, w tym przepisach podatkowych, (x) wpływu przejęć, w tym związanych z nimi kwestii integracyjnych, oraz środków reorganizacji, oraz (xi) ogólne czynniki konkurencyjne, w każdym przypadku w ujęciu lokalnym, regionalnym, krajowym i/lub globalnym. Wiele z tych czynników może stać się bardziej prawdopodobnych lub wyraźniejszych w wyniku działań terrorystycznych i ich konsekwencji.

BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI

Spółka nie przyjmuje na siebie żadnego obowiązku aktualizacji jakichkolwiek informacji lub stwierdzeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym dokumencie, z wyjątkiem informacji, których ujawnienie jest wymagane przez prawo.

Allianz Trade to znak towarowy używany do oznaczenia zakresu usług świadczonych przez Euler Hermes.