



PISM | POLSKI INSTYTUT SPRAW MIĘDZYNARODOWYCH  
THE POLISH INSTITUTE OF INTERNATIONAL AFFAIRS

# BIULETYN

Nr 134 (1882), 25 września 2019 © PISM

Redakcja: Sławomir Dębski • Patrycja Sasnal • Rafał Tarnogórski  
Katarzyna Staniewska (sekretarz redakcji)  
Sebastian Płóciennik • Justyna Szczudlik • Daniel Szeligowski • Jolanta Szymańska  
Marcin Terlikowski • Karol Wasilewski • Szymon Zaręba • Tomasz Żornaczuk

## Krytyka taniego pieniądza: Niemcy wobec polityki monetarnej EBC

Sebastian Płóciennik

*Ekspansywna polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego budzi wiele kontrowersji w RFN. Niemcy widzą w niej zagrożenie dla interesów oszczędzających i banków oraz próbę podważenia preferowanego przez nich restrykcyjnego podejścia do finansów publicznych w strefie euro. Argumenty formułowane w RFN nie skłonią jednak EBC do zmiany kursu: polityka taniego pieniądza będzie kontynuowana. Dzięki temu rosną szanse na podtrzymanie wzrostu w strefie euro, co jest istotne również dla gospodarki Polski, w wysokim stopniu zależnej – np. przez eksport – od rynków wspólnej waluty.*

W trakcie wrześniowego posiedzenia Rada Europejskiego Banku Centralnego (EBC) podjęła decyzję o dalszym poluzowaniu polityki pieniężnej. Stopa depozytowa została obniżona do  $-0,50\%$  (poprzednio  $-0,40\%$ ), co ma skłonić banki do bardziej odważnej akcji kredytowej, a odwieść od „przechowywania” kapitału w banku centralnym. Ponadto Rada EBC zdecydowała o ponownym uruchomieniu programu skupu obligacji rządowych, dzięki czemu na rynek będzie trafiać 20 mld euro miesięcznie. Ekspansywna polityka pieniężna ma być kontynuowana, dopóki poziom inflacji nie wzrośnie do  $2\%$  (obecnie  $1\%$ ).

Decyzje EBC odbiły się głośnym echem w Niemczech. Teoretycznie powinny zostać przyjęte z zadowoleniem, ponieważ gospodarka RFN znajduje się niemal w recesji i pilnie potrzebne są impulsy ożywiające koniunkturę. Polityka taniego pieniądza pozwala też państwu na zadłużanie się bez kosztów odsetek i pomaga eksporterom ze względu na słabnące euro. Powody do optymizmu powinni mieć również konsumenci korzystający z najtańszego w historii kredytu. Jednak szef EBC Mario Draghi usłyszał w Niemczech za ostatnie decyzje bardzo ostrą krytykę.

**Zarzuty wobec EBC.** Najczęściej formułowany zarzut dotyczy pogorszenia sytuacji oszczędzających. Konserwatywni w kwestiach finansowych Niemcy chętnie lokują swoje pieniądze na kontach bankowych, co w obliczu polityki pieniężnej prowadzonej po 2014 r. oznaczało radykalne obniżenie zysków z odsetek. Obecnie może oznaczać straty, jeśli banki zaczną przerzucać koszty ujemnych stóp depozytowych EBC na oszczędzających, np. w formie dodatkowych opłat za prowadzenie konta. Problem „kar za oszczędzanie” nabrał charakteru politycznego. W debacie publicznej zaczęły pojawiać się pomysły odliczania strat wynikających z ujemnych odsetek od podatku dochodowego, zbadania ich zgodności z ustawą zasadniczą, czy wręcz zakazania ich w drodze specjalnej ustawy.

Krytycy polityki EBC twierdzą również, że bardzo szkodzi ona niemieckim bankom. Nie dość, że w warunkach niskich stóp z trudem osiągają one zyski, to muszą płacić nawet 2,3 mld euro za lokowanie kapitału na kontach EBC. Przedstawiciele sektora ostrzegają, że dalsze luzowanie polityki pieniężnej może wywołać falę upadłości, szczególnie wśród mniejszych banków. W kłopotach mogą znaleźć się także firmy ubezpieczeniowe oraz fundusze oferujące np. programy emerytalne – przy obecnych stopach nie są w stanie spełnić obietnic zysku złożonych klientom.

Niemcy powątpiewają również w skuteczność działań EBC. Twierdzą np., że uczynienie bardzo taniego pieniądza jeszcze tańszym nie stanowi zmiany jakościowej dla gospodarki, grozi natomiast narastaniem spekulacyjnych baniek na rynkach nieruchomości lub akcji. Problemem może okazać się też zjawisko tzw. firm zombie, których istnienie jest możliwe głównie dzięki tanim kredytom. W podobnym schemacie funkcjonują zadłużone i strukturalnie słabe gospodarki strefy euro, którym tani pieniądz EBC umożliwił odsunięcie w czasie koniecznych reform. W Niemczech pojawiają się także obawy, że decyzje Draghiego i presja na dewaluację euro zaogniły konflikt z USA. Prezydent Donald Trump uznał je za formę agresywnego wsparcia przez EBC firm z UE, co może zwiększyć ryzyko wprowadzenia karnych ceł na europejskie produkty, w szczególności niemieckie samochody.

**Słabości niemieckiej krytyki.** Zarzuty formułowane wobec polityki EBC nie są pozbawione mankamentów. Na przykład niskie, czy wręcz ujemne oprocentowanie lokat bankowych wynika nie tylko z decyzji podejmowanych we Frankfurcie, ale również z bardzo wysokiej stopy oszczędzania w Niemczech i nadpodaży kapitału. Przyczyniają się do niej głównie firmy, które mimo zysków niechętnie inwestują, oraz państwo, które od lat osiąga wielomiliardowe nadwyżki budżetowe – i również niechętnie inwestuje. Atak na EBC wygląda więc na próbę odwrócenia uwagi od polityki gospodarczej, której naturalną konsekwencją jest niska rynkowa stopa procentowa.

Luki ma również obwinianie EBC za złą sytuację banków. Problemy sektora z rentownością wynikają w dużej mierze z jego rozdrobnienia (prawie 1600 podmiotów) oraz zbyt powolnego reagowania na rewolucję cyfrową w finansach. Wyczerpuje się także jego model biznesowy, który – inaczej niż w USA – mniej zależy od prowizji za usługi, a bardziej od odsetek. O strukturalnych wadach niemieckiego sektora może świadczyć bezpośrednie porównanie z europejskimi konkurentami: w 2018 r. wygenerował on 9,6 mld euro zysku, podczas gdy francuski 30,5 mld, a włoski – kojarzony z głębokim kryzysem – 11,6 mld euro. Ponadto bliższa analiza ostatnich decyzji Rady EBC pokazuje, że uwzględniła ona konieczność ulżenia niemieckim bankom poprzez wprowadzenie dużej kwoty wolnej od ujemnych stóp depozytowych. Dzięki temu sektor w RFN – jak oblicza związek banków BdB – zaoszczędzi 0,5 mld euro rocznie i poprawi swoją pozycję względem np. włoskich konkurentów, którzy nie mają tak ogromnych zasobów kapitału.

Najtrudniejsze do obrony jest jednak łączenie krytyki ekspansywnej polityki EBC z afirmacją restrykcyjnej polityki fiskalnej. Jeśli bank zainicjowałby w obecnych warunkach zwrot ku wyższym stopom procentowym, efektem byłoby prawdopodobnie załamanie gospodarki strefy euro i potężny kryzys zadłużeniowy. Ryzyko byłoby o wiele mniejsze, gdyby pobudzenie wzrostu gospodarczego przejęła na siebie polityka fiskalna państw, które mają przestrzeń do zwiększenia wydatków. Ten argument nie budzi większych sporów wśród niemieckich ekonomistów, ale z trudem przebija się do polityki. Przedstawiony we wrześniu br. rządowy projekt budżetu zakłada utrzymanie do 2023 r. zrównoważonego budżetu (tzw. czarnego zera).

**Wnioski i perspektywy.** Podjęte przez EBC decyzje sugerują, że strefę euro czeka długi okres utrzymywania bardzo niskich stóp procentowych. Może to oznaczać narastający spór między Niemcami a Bankiem, którego kierownictwo przejmie w listopadzie br. Christine Lagarde. Nowa prezes uważa, że koniec ekspansywnej polityki monetarnej będzie możliwy dopiero wtedy, gdy poluzowana zostanie polityka fiskalna państw strefy albo gdy dojdzie do wyraźnej poprawy sytuacji gospodarczej.

W tym sporze Niemcy mają silnych przeciwników wśród państw członkowskich. Kursu EBC będą bronić przede wszystkim zadłużone państwa południowej Europy oraz Francja – niskie stopy pozwalają na restrukturyzację długu (rentowność popularnych 10-letnich obligacji Włoch spadła do 0,9%) oraz podtrzymywanie wzrostu. Argumenty Niemiec są też coraz częściej krytykowane przez środowiska eksperckie. Bronienie oszczędności budżetowych w warunkach słabnącej koniunktury jest uznawane za niespójne z jednoczesną krytyką luźnej polityki pieniężnej.

Nowa prezes EBC może wyrzucić jeszcze większą presję na Niemcy, wprowadzając do dyskusji pomysły kolejnych eksperymentów w polityce pieniężnej: bezpośrednich transferów finansowych od banku do obywateli lub do budżetów publicznych (tzw. *helicopter money*). Ich wprowadzenie jest mało prawdopodobne ze względu na bariery prawne, ale samo ich rozważanie stanowiłoby dla Niemiec problem polityczny – polaryzację stanowisk w strefie euro o zasadach polityki makroekonomicznej. Dlatego rośnie prawdopodobieństwo ustępstw Niemiec w postaci stopniowego zwiększenia aktywności po stronie fiskalnej. Pierwszym krokiem w tym kierunku może być przygotowany przez rząd pakiet klimatyczny przewidujący wydanie 54 mld euro w nadchodzących czterech latach na przyspieszenie transformacji energetycznej w RFN.

Z punktu widzenia Polski perspektywa długotrwale niskich stóp procentowych w strefie euro jest korzystna, choć niepozbawiona ryzyka. Zwiększa na pewno szanse na podtrzymanie koniunktury na rynkach strefy euro, do których trafia ponad połowa polskiego eksportu (57,4% w pierwszym kwartale 2019 r.) Ponadto dzięki polityce EBC Narodowy Bank Polski dysponuje większą przestrzenią do utrzymania niskich stóp procentowych w Polsce. Na korzyści może liczyć również budżet państwa ze względu na obniżenie kosztów emisji długu w otoczeniu taniego pieniądza. Efektem ubocznym może być jednak spadek atrakcyjności oszczędzania w Polsce, wzrost ryzyka związanego z bankami spekulacyjnymi, np. na rynku nieruchomości, a także presji inflacyjnej w gospodarce.