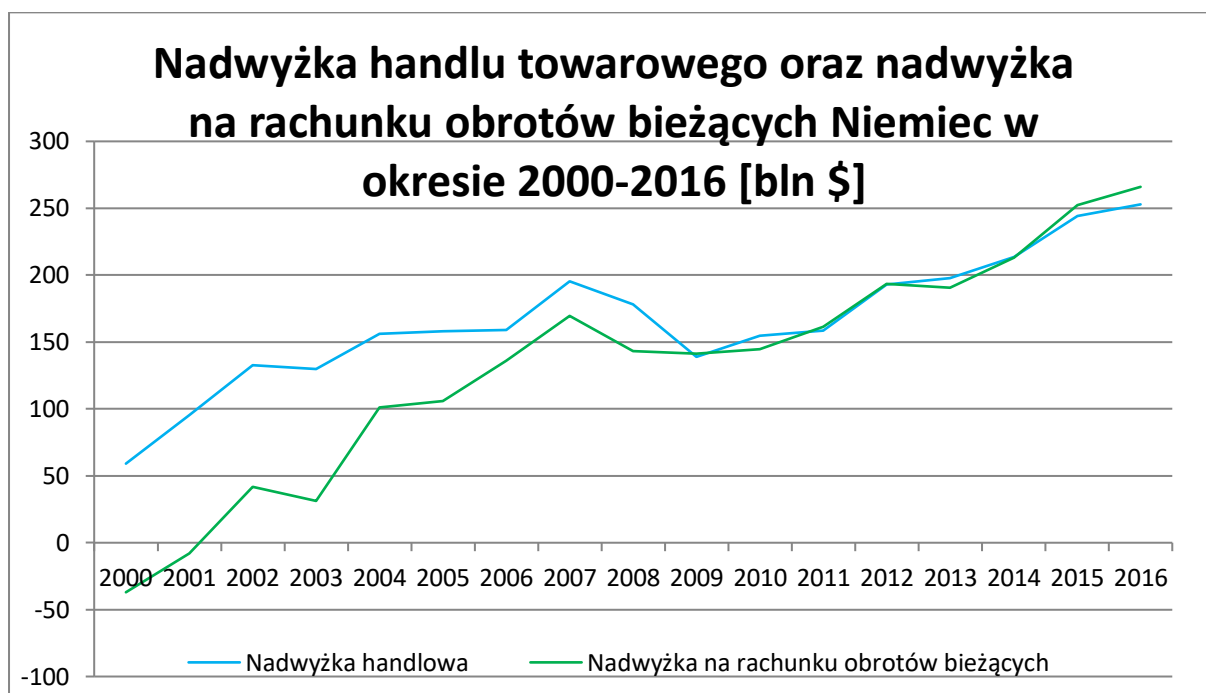
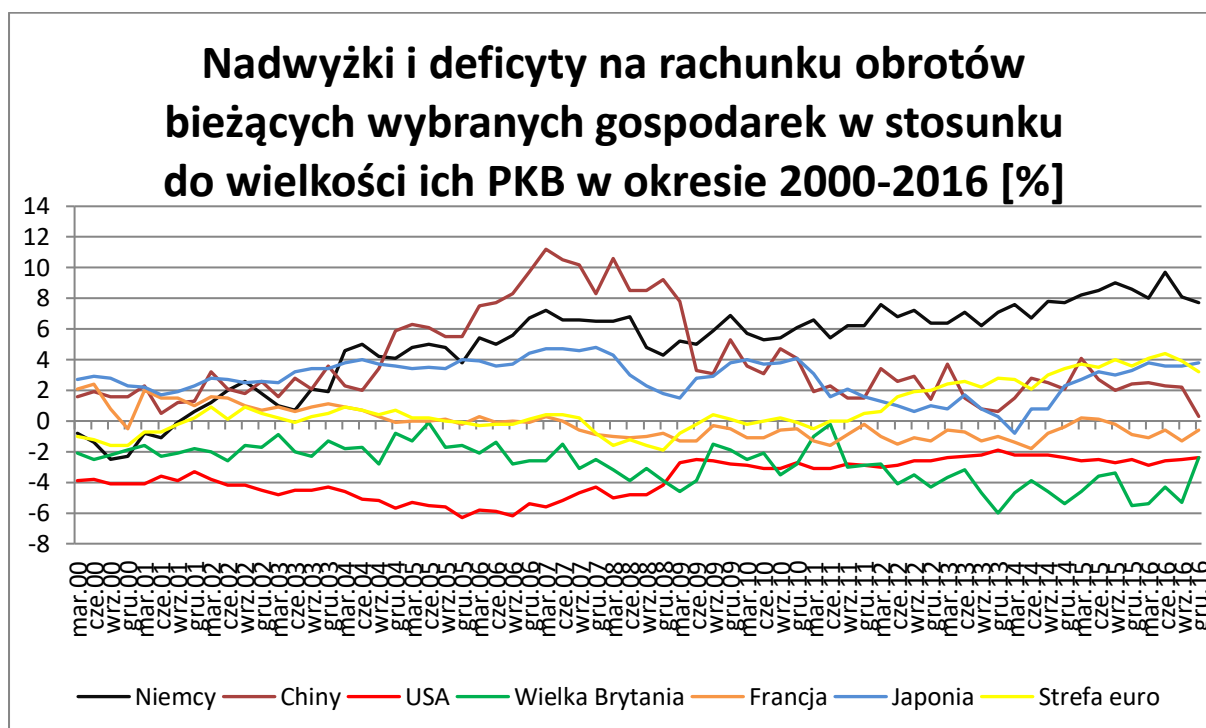


Niemiecka gospodarka – cisza przed burzą

Niemiecka gospodarka wydaje się być w znakomitej kondycji. W ubiegłym roku z eksportem towarowym o wartości 1 207,5 mld euro i importem towarowym wartym 954,6 mld euro Niemcy osiągnęły rekordowy proficyt w handlu zagranicznym w wysokości 252,9 mld euro. Tym samym poprawiły swój i tak znakomity rezultat z 2015 r., gdy odnotowały nadwyżkę w handlu towarami w wysokości 244,3 mld euro. W przeliczeniu na głowę mieszkańca niemiecka nadwyżka eksportowa jest około 14-krotnie wyższa niż nadwyżka handlowa innej wielkiej potęgi eksportowej, jaką jest gospodarka chińska. Z liczących się światowych gospodarek tylko Szwajcaria osiąga tutaj lepsze wyniki per capita. Również proficyt na rachunku obrotów bieżących Niemiec osiąga poziomy nieznane w historii tego kraju. Danymi za 2016 r. jeszcze nie dysponujemy, natomiast wiadomo, że w 2015 r. niemiecka gospodarka zanotowała nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących na poziomie 8,5-8,8% PKB. Jeszcze w 2000 r. ten sam wskaźnik wynosił -2%.



Źródło: Niemieckie Federalne Biuro Statystyczne (nadwyżka handlowa) i Bundesbank (nadwyżka na rachunku obrotów bieżących)



Źródło: OECD

Tak duża nadwyżka handlowa jest obiektem zazdrości wielu państw na całym świecie i niewątpliwie świadczy o bardzo wysokiej konkurencyjności niemieckich przedsiębiorstw – zarówno tych małych, średnich (tj. sektora tzw. Mittelstand), jak i największych globalnych korporacji. A jednak niemieckie elity polityczne, przemysłowe i finansowe są nadzwyczaj strapiione i zaniepokojone, choć niezbyt często dają temu wyraz publicznie. Są bowiem trzy istotne kwestie, które powodują, że niemieccy przywódcy nie mogą spać spokojnie. Owe problemy to, w kolejności od tych najważniejszych:

- a) katastrofalny stan dwóch największych i sztandarowych niemieckich banków – Deutsche Banku i Commerzbanku, który przekłada się na cały niemiecki sektor bankowy;
- b) groźba rozpadu strefy euro i Unii Europejskiej;
- c) coraz wyższe prawdopodobieństwo radykalnego zwrotu w międzynarodowym handlu w stronę protekcjonizmu i to w skali globalnej.

Ad a) Niemiecki sektor bankowy jest w zaiste opłakanym stanie. Jak słusznie zwraca uwagę George Friedman – szef wywiadowni Stratfor:

Ich (tj. niemiecki – P.F.) system bankowy już ma potężne problemy. Spójrzcie na Deutsche Bank. Nie będą w stanie tego utrzymać. Ich gospodarka zacznie się dramatycznie kurczyć, a oni nie będą w stanie tego kontrolować. (...) Po stronie Niemiec macie kraj na krawędzi upadku. Trzeba bardzo poważnie potraktować niemiecki kryzys bankowy!

Deutsche Bank – ów symbol niemieckiej gospodarki, największy bank największej gospodarki strefy euro i jedyny bank niemiecki, który działa w skali prawdziwie globalnej – przeżywa obecnie olbrzymie trudności. Spośród wszystkich europejskich banków zgromadził

w swoich bilansach całą górę toksycznych finansowych instrumentów pochodnych (derywatów), co teraz grozi niewypłacalnością. Szacuje się, że Deutsche Bank w swoim bilansie zgromadził derywaty warte ok. 42 bilionów euro. Dla porównania roczne PKB Niemiec to zaledwie 3,033 bln euro, a roczne PKB całej Unii Europejskiej to 14,6 bln euro. Żaden inny bank w Europie nie ma tak astronomicznie wysokiej ekspozycji na derywaty.

Spośród gigantów zachodniej bankowości to właśnie Deutsche Bank ma najwyższy stosunek kapitału pożyczonego do kapitału własnego. Deutsche Bank ma ok. 67 mld € (\$75 mld \$) własnego kapitału oraz ok. 1.6 bln € (1.8 bln \$) aktywów, co oznacza, że jest lewarowany na poziomie 25 do 1. Dla porównania, amerykański JP Morgan ma ok. 224 mld \$ kapitału własnego i aktywa na poziomie ok. 2.4 bln \$, zatem jego dźwignia finansowa wynosi 9 do 1. Oznacza to, że Deutsche Bank potrzebuje pilnego dokapitalizowania i to w niemałej wysokości, by zmniejszyć swoją dźwignię finansową. Jeśli tego nie zrobi, to w przypadku nadejścia nowego kryzysu gospodarczego będzie bardzo narażony na bankructwo.

Uderzające jest to, że Deutsche Bank i Commerzbank mają skrajnie niskie współczynniki cen akcji do wartości księgowej (ang. *price to book value ratio*). Są one na poziomie ok. 0,30-0,37. Dla porównania największe banki amerykańskie, które bynajmniej wcale zdrowe nie są, mają analogiczne współczynniki na poziomach przynajmniej 0,70. Przyjmuje się, że ten wskaźnik ma niską wartość, gdy jest poniżej poziomu 1,5 (sic!).

Notowania akcji Deutsche Banku i Commerzbanku są bardzo słabe. Kilka miesięcy temu pojawiły się pierwsze doniesienia, że wielkie azjatyckie fundusze hedgingowe zaczęły wycofywać swoje pieniądze z Deutsche Banku. Niemieckie banki wyjątkowo źle znoszą obecną politykę pieniężną Europejskiego Banku Centralnego – ich rentowność jest od dłuższego czasu bardzo niska. CDSy na Deutsche Bank, które są swoistymi ubezpieczeniami od ryzyka bankructwa Deutsche Banku utrzymują się od dłuższego czasu na bardzo wysokich poziomach.

Deutsche Bank zмага się z ponad 7800 pozwami na całym świecie, które wytoczyli mu poszkodowani klienci, partnerzy biznesowi i rządy. W ostatnich latach reputacja Deutsche Banku gwałtownie spadła w miarę jak bank przegrywał kolejne procesy sądowe na całym świecie o oszustwa, pranie brudnych pieniędzy, pomoc w uchylaniu się od płacenia podatków, manipulowanie cenami rozmaitych aktywów, itp., itd.

Jak by tych wszystkich problemów było mało, niemieckie banki mają dużą ekspozycję na państwa Europy Południowej, których sektory bankowe same mają gigantyczne trudności wydzwignięcia się z zapaści i ze złych długów. W dodatku, niemiecki sektor bankowy ma wysoką ekspozycję na pewne gałęzie gospodarki zmagające się z dużymi problemami w ostatnich latach. Przykładowo, Deutsche Bank udzielił wielu kredytów amerykańskim przedsiębiorstwom zajmującym się eksploatacją złóż ropy łupkowej i gazu łupkowego, kiedy ceny węglowodorów na rynkach światowych były wysokie. Prawie trzy lata temu te ceny uległy jednak załamaniu i po dziś dzień pozostają niskie, a ten stan rzeczy skutkuje tym, że owe firmy zamiast spodziewanych wielkich zysków notują od trzech lat wielkie straty i niejednokrotnie nie mają z czego spłacać wcześniej zaciągniętych długów. Podobna sytuacja dotyczy sektora morskiej żeglugi kontenerowej. Mniej więcej co czwarty niespłacany kredyt przez armatorów działających w tym biznesie, to kredyt dłużny któremuś z niemieckich banków.

Wszystkie wyżej wymienione czynniki źle wróżą przyszłości niemieckiego sektora finansowego. W istocie oznaczają one, że przynajmniej dwa największe niemieckie banki są w równie złej kondycji co największe banki Włoch.

Ad b) Brexit i realna groźba rozpadu strefy euro oznaczają spore kłopoty dla gospodarki niemieckiej. To w dużej mierze właśnie dzięki strefie euro niemiecka gospodarka mogła prosperować tak bardzo w ostatnich latach. Jeżeli państwa Europy Południowej wystąpią ze strefy euro i wrócą do swoich dawnych walut, to ich kursy w stosunku do euro ulegną znacznej deprecjacji, a w konsekwencji, niemiecki eksport do tych państw stanie się znacznie mniej konkurencyjny i opłacalny, w odróżnieniu od importu do Niemiec z tych państw. W dodatku, jak już nadmieniono, wielkie niemieckie banki mają olbrzymią ekspozycję na państwa Europy Południowej. Ich wystąpienie ze strefy euro prawie na pewno pociągnęłoby za sobą falę bankructw zadłużonych przedsiębiorstw, banków, a nawet całych państw. Zaciągnięte przez nich w ostatnich latach długi byłyby bowiem nadal nominowane w euro, podczas gdy kursy ich nowych-starych walut w przypadku rezygnacji ze wspólnej europejskiej waluty rychło znacznie spadłyby wobec euro. W rezultacie niemiecki sektor bankowy, już i bez tego zmagający się z wielkimi problemami, przy realizacji tego scenariusza stałby się nagle obciążony olbrzymią ilością złych długów udzielonych nieroztropnie przedsiębiorstwom i państwom południowoeuropejskim. Nadto Brexit dotkliwie ugodził w Deutsche Bank, bowiem jest to największy bank z kontynentu działający w londyńskim City i aż 19% swoich przychodów uzyskuje on z aktywności w Wielkiej Brytanii.

Ad c) Niemieccy politycy z wielkim zaniepokojeniem przyjęli zwycięstwo Donalda Trumpa w wyborach prezydenckich w USA. Jak się wydaje głównym tego powodem były jego zapowiedzi wycofania Stanów Zjednoczonych z rozmów dotyczących utworzenia wielkiej transatlantyckiej strefy wolnego handlu tzw. TTIP oraz pilnej konieczności zmniejszenia olbrzymiego deficytu handlowego globalnego supermocarstwa. Trump niejednokrotnie dawał do zrozumienia, że tak wysokie nadwyżki handlowe, jakie notują Chiny czy Niemcy w handlu z USA są absolutnie niedopuszczalne i szkodliwe dla jego ojczyzny. Wielu polityków niemieckich w czasie niedawnej kampanii wyborczej za oceanem wcale nie ukrywało, iż najchętniej widzieliby w Białym Domu Hillary Clinton, a nie Donalda Trumpa. Z pewnością nie uszło to uwadze ostatecznego zwycięzcy amerykańskich wyborów. De facto, TTIP został już pogrzebany. W narracji obecnego lokatora Białego Domu Niemcy to nie tyle sojusznik i partner Stanów Zjednoczonych, ale gospodarze mocarstwo, które egoistycznie wykorzystuje inne państwa unijne, narzucając im szkodliwą dla nich strefę euro. W dodatku Trump argumentuje, że euro jest niedowartościowane w stosunku do dolara, co sprzyja niemieckim eksporterom. Berlin nie ukrywa, że obawia się planów administracji Trumpa wprowadzenia ceł importowych na import produktów przemysłów motoryzacyjnego z zagranicy oraz deprecjacji dolara względem euro. W kręgach gospodarczych Niemiec narasta obawa, że polityki handlowa Trumpa jest zwiastunem szerszych zmian w światowej gospodarce, które w skrócie można podsumować jako globalny powrót do protekcjonizmu. Ale nawet, gdyby tylko USA zdecydowały się na tę drogę, to samo znaczenie gospodarki amerykańskiej dla Berlina jest na tyle wielkie (USA odpowiadają za ok. 10% niemieckiego eksportu i za ok. 20% niemieckiej nadwyżki handlowej), że byłby to poważny cios dla niemieckiej maszyny eksportowej. Nie jest to rzecz jasna mile widziane w Niemczech, z tej prostej racji, że żadna

inna duża gospodarka świata – włączywszy chińską i japońską – nie jest bardziej uzależniona od swobodnej i nieocłonej wymiany handlowej dóbr i usług na rynkach globalnych niż właśnie gospodarka niemiecka.

Opisane powyżej czynniki powodują, iż trudno patrzeć optymistycznie na przyszłość niemieckiej gospodarki. Nie jest to dobra wiadomość dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Są one bowiem mocno uzależnione od stanu koniunktury w Niemczech. Gdy ta jest dobra, to eksport tych krajów do Niemiec kwitnie, podobnie jak inwestycje napływające z Niemiec, a w ślad za tym dynamika ich PKB wzrasta. W dodatku Niemcy są największym płatnikiem netto do unijnego budżetu, który i tak już będzie niebawem uszczuplony wyjściem Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. Siłą rzeczy, jeśli RFN będzie przeżywać recesję czy kryzys gospodarczy, to skłonność niemieckich polityków do wpłacania pieniędzy do wspólnego unijnego budżetu znacznie spadnie, zwłaszcza jeśli z takich transferów w pierwszej kolejności będą korzystać inne niż Niemcy państwa, a już szczególnie te spoza strefy euro.