

JÓZEF RUTKOWSKI

## ROZWÓJ RYNKU KREDYTOWEGO W NIEMCZECH ZACHODNICH

Sytuacja gospodarcza trzech zachodnich stref okupacyjnych Niemiec charakteryzowała się do połowy 1948 r. brakiem stabilizacji gospodarczej, wyrażającej się w powolnym tempie odbudowy, rozprężeniu sfery obiegu pieniężnego (obieg gotówkowy doszedł w czerwcu 1948 r. do ogromnej sumy około 160 mld marek) i narastaniem inflacji. Rynek kredytowy nie mógł w tych warunkach funkcjonować normalnie, a rynek papierów wartościowych, stanowiący jedną z jego części składowych, w zasadzie nie istniał.

Reforma pieniężna przeprowadzona na mocy ustawy z 20 VI 1948 r. słusznie jest uważana za pewien punkt zwrotny w rozwoju gospodarczym Niemiec Zachodnich. Zniosła ona bowiem chaos panujący w obiegu pieniężnym, przywróciła czasowo stabilizację cen, zaufanie do nowej jednostki pieniężnej oraz przesłanki dla rozwoju akumulacji pieniężnej, a zatem podstawowe warunki dla funkcjonowania rynku kredytowego.

Łączyło się to jednak z poważnymi stratami, jakie zadała reforma pieniężna znacznej części społeczeństwa, a zwłaszcza posiadaczom oszczędności pieniężnych, gdyż anulowane zostało 93,5% posiadanych przez ludność zasobów gotówkowych oraz wkładów bankowych i oszczędnościowych<sup>1</sup>. Reforma pieniężna godziła dotkliwie w posiadaczy drobnych oszczędności, nie wyrządziła natomiast większej szkody kapitalistom, gdyż ci dysponowali przede wszystkim kapitałem rzeczowym, produkcyjnym i zapasami towarowymi; wartości te mogły być wycenione w nowych markach i wejść do obrotu po ustabilizowanych cenach.

Warunki dla rozwoju rynku kredytowego powstały dzięki temu, że ustawa o reformie pieniężnej dawała instytucjom kredytowym i ubezpieczeniowym właściwą podstawę materialną do działania; w miejsce anulowanych iluzorycznych roszczeń w postaci portfeli papierów wartościowych b. rządu Rzeszy, instytucje te otrzymały od władz federalnych papiery wartościowe w postaci tzw. roszczeń wyrównawczych na sumę

<sup>1</sup> Por. *The Federal Republic of Germany*, Her Majesty's Stationery Office, London 1955, s. 4.

20 mld DM. Była to suma trzy razy większa od sumy obiegu gotówkowego marek w końcu 1948 r.<sup>2</sup>. Z sumy tej około 8 mld DM otrzymał Bank Krajów Niemieckich i podległe mu Krajowe Banki Centralne, 7 mld DM przypadało na pozostałe instytucje kredytowe, a 5 mld DM na towarzystwa ubezpieczeniowe. Pomoc ta stanowiła dla wymienionych instytucji właściwy kapitał zakładowy. Roszczenia wyrównawcze mogły być łatwo przekształcone w pieniądź obiegowy banku centralnego i stanowić rezerwy gotówkowe na pokrycie depozytów złożonych w bankach przez ich klientów. W ten sposób została stworzona podstawa dla działalności i przyszłej ekspansji aparatu bankowego, który stanowi główny trzon rynku kredytowego.

Po reformie pieniężnej wystąpił w Niemczech Zachodnich szybki wzrost gospodarczy, którego przyczyn i przebiegu tu analizować nie będę<sup>3</sup>. Stwierdzić jednak wypada istnienie pewnych zależności między ogólnym wzrostem gospodarczym a rynkiem kredytowym. Wysoka stopa wzrostu «produktu globalnego w NRF znajduje odbicie w odpowiednich wielkościach pieniężnych, wyrażających się we wzroście budżetu państwowego, obiegu pieniężnego, wkładów bankowych, aktywności kredytowej banków i innych instytucji finansowych. Produkt społeczny brutto w cenach rynkowych wzrósł w latach 1949—1959 z 81,3 mld DM do 244,4 mld DM, dochody podatkowe budżetu federalnego wzrosły z 9594 mln DM w 1950 roku do 31 307 mln DM w 1959 r., dochody podatkowe budżetów krajowych z 6510 mln DM do 16 479 mln DM, obieg pieniężny gotówkowy z 6376 mln DM w końcu 1948 r. do 19 369 mln DM w końcu 1959 r., czyli ponad trzykrotnie. Obieg pieniężny gotówkowy ma od 1956 r. ponad 100-procentowe pokrycie w złocie i w dewizach znajdujących się w banku centralnym. Depozyty wszystkich rodzajów wzrosły w latach 1949—1959 z 9840 mln DM do 95 382 mln DM<sup>4</sup>, czyli blisko dziesięciokrotnie. Szybki wzrost depozytów bankowych stwarzał podstawę dla szerokiej działalności kredytowej banków. Aparat bankowy w NRF rozwijał się po reformie pieniężnej bardzo szybko i wykazywał

<sup>2</sup> Ogólna suma nowych marek niemieckich (DM) wymieniona na stare (RM) do końca 1948 r. wynosiła 6,4 mld, a z wkładów na kontach bankowych i rachunkach oszczędnościowych przerachowano w tymże czasie tylko sumę 5,35 mld DM.

<sup>3</sup> Interesującą analizę tej problematyki zawiera m. in. praca Z. Nowaka pt. *Zarys czynników rozwoju gospodarczego Niemiec Zachodnich*, Poznań 1960. Obok przyczyn wewnętrznych, które zadecydowały o ekspansji gospodarczej NRF, autor słusznie podkreśla dużą rolę czynników zewnętrznych, które wywołały ekspansję eksportową (pomoc amerykańska, zaostrenie się sytuacji międzynarodowej, wojna koreańska).

<sup>4</sup> Źródło: „Monatsberichte der Deutschen Bundesbank” 1960, März, s. 28, 76, 79 i 36i. Wszystkie dane statystyczne przytoczone w niniejszej pracy nie obejmują obszaru Saary, gdyż utrudniałoby to ich porównywalność.

wielką aktywność, wyrażającą się w niespotykanej ekspansji kredytowej. Szczególnie odnosi się to do wielkich banków kredytowych, do których należą: Deutsche Bank AG, Dresdner Bank AG i Commerzbank AG.

Liczba instytucji kredytowych w Niemczech Zachodnich przekracza 13 tys.<sup>5</sup>, a sumy bilansowe instytucji kredytowych objętych statystyką Niemieckiego Banku Federalnego wzrosły z 35 515,5 mln DM w końcu 1950 r. do 204 052,9 mln DM w końcu 1959 r. Biorąc pod uwagę, że siła nabywcza marki spadła w tym czasie przeciętnie o około 20%), pomniejsza to realną wartość 204 mld DM do 163 mld DM i oznacza ponad czterokrotny wzrost wartości realnej sum bilansowych w ciągu 9 lat. Suma kredytów udzielanych przez banki rosła w tym okresie w zawrotnym tempie (obrazują to dane zawarte w tabeli 1).

Tabela 1)

Kredyty bankowe udzielone klientom pozabankowym w mld DM

Koniec roku	Ogółem	Krótkoterminowe (do 6 miesięcy)	Średnioterminowe (6 mies. do 4 lat)	Długoterminowe (4 lata i więcej)
1948	.	4,7	.	.
1950	21,3	14,1	1,0	6,2
1953	45,7	22,9	3,6	19,2
1956	80,3	31,4	5,9	43,0
1959	118,0	35,2	10,8	72,0

Źródło: „Monatsberichte der Deutschen Bundesbank”.

Przyjmując szacunkową sumę kredytu średnioterminowego i długoterminowego w końcu 1948 r. za 0,5 mld DM, otrzymujemy w latach 1949—1959 około 22-krotny wzrost kredytów bankowych. Ogólna suma objętych statystyką kredytów udzielona przez banki NRF (poza Niemieckim Bankiem Federalnym) wszystkim rodzajom dłużników wraz z kredytami międzybankowymi osiągnęła w końcu 1959 r. 138 mld DM. O wielkości tych sum świadczy ich porównanie z takimi wielkościami, jak produkt społeczny brutto NRF, od którego niewiele niższe są sumy

<sup>5</sup> Na początku 1960 r. poza Niemieckim Bankiem Federalnym i bankami „wielkiej trójki” w skład aparatu bankowego NRF wchodziły: a) banki państwowe, regionalne i lokalne w liczbie 85 z licznymi oddziałami i sumami bilansowymi niewiele niższymi od sumy bilansowej „wielkiej trójki”; b) prywatne (banki jednostkowe w liczbie 210 (w 19,13 r. było ich 1300) z sumami bilansowymi wynoszącymi blisko 10% sum bilansowych wszystkich banków kredytowych; c) banki specjalne, domowe i branżowe w liczbie 33 z sumą bilansową około 1,5 mld DM; d) kasy oszczędnościowe, należące do władz lokalnych; e) spółdzielnie kredytowe, z których około 700 obsługuje drobnych posiadaczy w mieście, a dalsze 10 000 drobnych spółdzielni obsługuje chłopów; f) banki związków zawodowych; g) banki hipoteczne prywatne i publiczne; h) instytucje kredytowe o zadaniach specjalnych.

## Rachunek zbiorczy interesów bankowych w Niemczech Zachodnich w mln DM na koniec 1959 r.

Instytucje kredytowe	Liczba instytucji	Sumy bilansowe	Kredyty udzielone przedsiębiorstwom pozabankowym i osobom prywatnym				Kredyty udzielone organom publicznym				Kredyty udzielone instytucjom kredytowym					
			średnio-terminowe		długo-terminowe		średnio-terminowe		długo-terminowe		krótco-terminowe		średnio-terminowe		długo-terminowe	
			krótco-terminowe	średnio-terminowe	średnio-terminowe	długo-terminowe	krótco-terminowe	średnio-terminowe	średnio-terminowe	długo-terminowe	krótco-terminowe	średnio-terminowe	średnio-terminowe	długo-terminowe		
Wszystkie banki poza Niem. Bankiem Federalnym	3 678	204 053	34 916	9 569	55 607	321	1 241	16 341	4 087	850	15 142					
W tym:																
Banki kredytowe	328	54 929	20 845	3 668	6 030	85	487	847	2 407	409	162					
a) wielkie banki	(6)*	26 078	10 628	1 791	1 124	18	388	86	1 197	218	56					
b) państwowe, regionalne i lokalne	(79)	22 275	6 909	1 481	4 462	53	98	732	1 003	170	101					
c) prywatne banki jednostkowe	(210)	5 006	2 707	285	264	0,2	0,2	2	170	21	3					
d) specjalne, domowe i branżowe	(33)	1 570	599	142	180	13	1	27	37	1	2					
Kasy oszczędnościowe i centralne żyrowe	881	77 288	7 240	3 064	23 497	100	567	8 136	1 137	209	3 095					
Spółdz. kredytowe	2 192**	11 898**	4 379	737	2 106	5	8	71	14	1	2					
Banki hipoteczne	47	26 858	50	175	18 850	3	13	3 565	6	58	305					
Instytucje kredytowe o zad. specjalnych	24	25 344	1 091	573	4 976	128	166	2 441	353	173	11 531					
Instytucje kredytu ratalnego	192	2 351	1 313	1 322	6	—	—	—	5	—	0,3					
Pocztowe i czekowe kasy oszczędnościowe	14	5 383	—	—	142	—	—	1 281	165	—	45					

\* Chodzi o banki „wielkiej trójki” i ich filie w Berlinie Zach. \*\*Liczby te obejmują tylko 146 większych spółdzielni kredytowych z ogólnej ich liczby 10 718. Zródło: Zestawione na podstawie danych z „Monatsberichte der Deutschen Bundesbank” 1960, März, s. 34-39, 43 i 48-59.

bilansowe wszystkich banków, a udzielone kredyty przewyższają dwukrotnie łączny budżet federalny i budżety rządów krajowych.

W końcu 1959 r. na „wielką trójkę” przypadała  $\frac{1}{8}$  sum bilansowych wszystkich banków objętych statystyką,  $\frac{1}{5}$  wkładów bankowych i prawie  $\frac{1}{8}$  kredytów udzielonych klientom pozabankowym. Posiadają one dominującą pozycję wśród ponad 300 banków kredytowych, gdyż — jak wynika z tabeli 2 — na 3 wielkie banki i ich filie przypada prawie 50% środków wszystkich banków kredytowych i udzielonych przez nie kredytów. Depozyty w niemieckich bankach kredytowych wykazują nieco inną strukturę niż struktura depozytów w bankach handlowych brytyjskich, francuskich czy amerykańskich, gdyż stosunkowo większy odsetek stanowią w bankach niemieckich wkłady za wypowiedzeniem i wkłady oszczędnościowe, a do wkładów płatnych na żądanie zalicza się wkłady z terminem wypowiedzenia do 30 dni.

Udział banków kredytowych w ogólnej sumie wkładów klientów niebankowych w NRF w końcu 1959 r. przedstawiam w tabeli 3.

Tabela 3

## Udział banków we wkładach klientów niebankowych

Instytucje kredytowe	Razem	Wkłady na żądanie	Wkłady za wypowiedzeniem	Wkłady oszczędnościowe
Wszystkie banki	91 172	28 457	18 446	44 268
Banki kredytowe	33 258	13 914	12 202	7 142
w tym:				
a) „wielka trójka”	19 089	8 155	6 805	4 129
b) państwowe, regionalne i lokalne	11 044	4 329	4 140	2 576

Źródło: „Monatsberichte der Deutschen Bundesbank” 1960, März,

Struktura wkładów banków kredytowych według tej tabeli określa charakter interesów aktywnych tych banków. Banki kredytowe są w stanie udzielać nie tylko kredytów krótkoterminowych, stanowiących właściwą domenę banków handlowych, ale — jak wynika z tabeli 2 — kredyty średnio- i długoterminowe stanowiły blisko 50% w stosunku do kredytów krótkoterminowych. W bankach „wielkiej trójki” udział kredytów średnio- i długoterminowych dochodził do 30%, udział właściwych papierów wartościowych (głównie wolnych od podatku obligacji państwowych o wysokiej stopie dochodowości) wynosił około 10% sum bilansowych, a drugie 10% stanowiły weksle skarbowe, kwity skarbowe, obligacje kasowe i udziały konsorcjalne, powstające głównie w wyniku dokonanych interesów emisyjnych; we wszystkich bankach kredytowych

na ostatnią grupę aktywów przypadało łącznie nieco ponad 14% ich sum bilansowych<sup>6</sup>. Wprawdzie kredyty długoterminowe udzielane przez banki „wielkiej trójki” są przeważnie refinansowane w drodze zaciągania pożyczek długoterminowych w instytucjach kredytowych specjalnych i towarzystwach ubezpieczeniowych, stanowią one jednak składnik interesów banków kredytowych i — dzięki wysokiej dochodowości — poważnie zwiększają ich rentowność<sup>7</sup>. Sumy bilansowe „wielkiej trójki” wynosiły w końcu 1958 r. 21 229 mln DM, z czego blisko połowa przypadała na Deutsche Bank, prawie  $\frac{1}{3}$  na Dresdner Bank i około  $\frac{1}{4}$  na Commerzbank<sup>8</sup>.

Obok banków „wielkiej trójki” dużą rolę wśród banków kredytowych odgrywają banki państwowe, regionalne i lokalne. W stosunku do ogółu banków kredytowych zaznaczyć trzeba ich znacznie większy udział w udzielaniu kredytów długoterminowych (blisko 20% sum bilansowych) i średnioterminowych (prawie 8% sum bilansowych). Natomiast papiery wartościowe wszystkich wymienionych poprzednio rodzajów stanowiły w nich niepełne 10% sum bilansowych.

Stosunkowo nieznaczną pozycję zajmują wśród banków kredytowych jednostkowe przedsiębiorstwa bankowe różnych rodzajów.

Do wielkiego znaczenia doszły w okresie powojennym kasy oszczędnościowe, szczególnie jako instytucje kredytu długoterminowego. Ich wkłady oszczędnościowe wynosiły w końcu 1959 r. prawie 28 mld DM z ogólnej sumy oszczędności 44,3 mld DM. Kredytów długoterminowych udzieliły one na sumę 19 264 mln DM, średnioterminowych 2346 mln DM, a krótkoterminowych 5132 mln DM. W papierach wartościowych miały lokaty na sumę 5972 mln DM<sup>9</sup>.

Centrale żyrowe również udzielały głównie długoterminowych kredytów (na ultimo 1959 r. na sumę 12 068 mln DM) i lokowały poważne sumy w papierach wartościowych oraz wekslach i kwitach skarbowych (na ultimo 1959 r. 3,5 mld DM). Pasywa ich składały się w 25% z wkładów za wypowiedzeniem, a 44% stanowiły własne skrypty dłużne i zaciągnięte pożyczki długoterminowe. W spółdzielniach kredytowych ponad połowę pasywów stanowiły wkłady oszczędnościowe, które były jednak tylko w  $\frac{1}{3}$  wykorzystywane do udzielania kredytów długoterminowych.

<sup>6</sup> Obliczone na podstawie „Monatsberichte der Deutschen Bundesbank” 1960, März, s. 40.

<sup>7</sup> Por. H. J. Abs, *Zeitfragen der Geld- und Wirtschaftspolitik*, Frankfurt am Main 1959, s. 193, 200—201. W końcu 1957 r. 56,6% środków długoterminowych w bankach „wielkiej trójki” pochodziło z Kreditanstalt für Wiederaufbau AG. Była to suma ponad 560 mln DM.

<sup>8</sup> Por. K. J. Ehlen, *Die Filialgrossbanken*, Stuttgart 1960, s. 109 i 118.

<sup>9</sup> „Monatsberichte der Deutschen Bundesbank” 1960, März.

Kredyty długoterminowe są właściwą specjalnością banków hipotecznych, w których stanowiły one w końcu 1959 r. ponad 80% aktywów. Ich pasywa składały się w tym czasie w 77% z własnych skryptów dłużnych w obiegu i zaciągniętych pożyczek długoterminowych (na 4 lata i dłużej) i w 13% z kredytów przejściowych (tzw. interesów powierniczych)<sup>10</sup>.

Do typowych instytucji kredytu długoterminowego należą również banki o zadaniach specjalnych, powołane do finansowania potrzeb gospodarki głównie z funduszy publicznych. Należą do nich: Kreditanstalt für Wiederaufbau, założona w listopadzie 1948 r. w celu rozprawdzenia sum z realizacji w DM dostaw amerykańskich w ramach planu Marshalla. Podobny charakter mają: założona w 1949 r. Industrie Kredit Bank A.G., założony w 1950 r. Bank für Vertriebene und Geschädigte (przekształcony w 1954 r. w Lastenausgleichsbank), Ausfuhr Kredit A.G. (założony w 1952 r. dla finansowania eksportu), Berliner Industriebank A.G. oraz 19 mniejszych instytucji kredytowych.

Główną instytucją kredytową o zadaniach specjalnych jest Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) z kapitałem 1 mln DM, który należy po połowie do federacji i krajów. Jej środki pochodzą w około 95% z realizacji otrzymanych w ramach planu Marshalla dostaw towarowych, z których udzielane były kredyty i gwarancje dla przemysłu na zasadach handlowych za pośrednictwem instytucji kredytowych, a na większe sumy także bezpośrednio<sup>11</sup>. Niewiele mniejszą rolę odgrywa Lastenausgleichsbank, udzielający kredytów i subwencji głównie na finansowanie akcji przesiedleńczej i aktywizacji terenów nadgranicznych. Natomiast Industriekreditbank AG zajmuje się średnio- i długoterminowym kredytowaniem małych i średnich przedsiębiorstw przemysłowych.

Instytucje kredytowe o zadaniach specjalnych udzieliły w końcu 1959 r. 12,5 mld DM kredytów długoterminowych, a 6,5 mld DM osiągnęły kredyty przejściowe; kredyty długoterminowe udzielane były w połowie instytucjom kredytowym, a w połowie niebankom. W końcu 1959 r. w aktywach instytucji kredytowych o zadaniach specjalnych wynoszących 25,5 mld DM, 50% stanowiły kredyty długoterminowe, a ponad 1/4 kredyty przejściowe (tzw. interesy powiernicze). Pasywa tych instytucji składały się prawie w połowie z własnych skryptów dłużnych w obiegu i pożyczek długoterminowych (4 lata i dłużej). Długoterminowe pasywa pochodziły w 50% ze środków publicznych, głównie otrzymanych

<sup>10</sup> Ibidem, s. 36, 54–56 i 59.

<sup>11</sup> Por. H. Rittershausen, *Methoden der industriellen Fremdfinanzierung*, w pracy G. Schmöldersa i H. Rittershausen a, *Moderne Investitionsfinanzierung*, Essen 1959, s. 77–84.

od władz federalnych<sup>12</sup>. Te ostatnie uzyskały je z realizacji dostaw towarowych otrzymanych w ramach różnych form pomocy amerykańskiej (GARIOA, ERP, MSA, FOA, ICA), wynoszącej od kwietnia 1948 do czerwca 1956 r. równowartość 7156 mln DM<sup>13</sup>. Do sum tych doszły wpływy z emisji własnych papierów wartościowych i dochody z procentów od udzielonych kredytów.

Fundusze te odegrały bardzo istotną rolę w finansowaniu inwestycji w NRF, zwłaszcza w pierwszych latach odbudowy, gdy rynek papierów wartościowych prawie nie istniał, a przemysł nie był jeszcze zdolny do wystarczającego samofinansowania się. Odnosiło się to zwłaszcza do przemysłu surowcowego, do którego też w pierwszej kolejności skierowano środki z planu Marshalla. W drugiej kolejności finansowano inne ważne gałęzie przemysłu, zwłaszcza ciężkiego, oraz gospodarkę komunalną, a od 1956 r. środki te kierowano w ramach programów rozwoju na modernizację gospodarki. Całością tych funduszy dysponowało państwo najpierw w porozumieniu z administracją planu Marshalla, a od 1952 r. z tzw. Mutual Security Agency (MSA). Kredyty te odegrały rolę zapłonu dla własnego rozwoju niedoinwestowanych gałęzi gospodarki. Były one, jak na kredyty długoterminowe, stosunkowo nisko oprocentowane i rozdzielane na zasadzie reglamentacji<sup>14</sup>.

Kredyty ze środków publicznych odegrały w Niemczech Zachodnich bardzo dużą rolę, zwłaszcza w pierwszych latach odbudowy i rozbudowy gospodarki, gdy akumulacja prywatna była niska. W latach 1949—1952 udział akumulacji i oszczędności prywatnych w ogólnej sumie podaży kapitału pożyczkowego stanowił zaledwie około  $\frac{1}{3}$ . Niedobór podaży kapitału pożyczkowego z akumulacji i oszczędności dobrowolnych osób prywatnych zastępowała akumulacja przymusowa dokonywana przez państwo w drodze wysokiej stopy opodatkowania oraz ze środków otrzymanych w ramach pomocy amerykańskiej.

Z powodu słabo rozwiniętego rynku papierów wartościowych, jako czynnika umożliwiającego dopływ obcego kapitału pieniężnego na finansowanie potrzeb średnio- i długoterminowych, wzrosła po wojnie rola długoterminowych kredytów bankowych, a także prolongowanych kredytów krótkoterminowych, wykorzystywanych w pierwszych latach po-

<sup>12</sup> Ibidem, s. 56—59, oraz z „Statistisches Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland”, Wiesbaden 1960, s. 374.

<sup>13</sup> Por. K. Zieschang, *Grundprobleme der Investitionsfinanzierung in Westdeutschland*, Berlin 1959, s. 74, oraz H. Rittershausen, op. cit., s. 78—80. Uprzednio w ramach GARIOA otrzymały Niemcy Zachodnie 1,7 mld dol., co razem z 2,7 mld dol. z planu Marshalla i innych form pomocy zagranicznej stanowi 4,4 mld dol. do 1956 r.

<sup>14</sup> Por. K. Zieschang, op. cit., s. 75—79.

wojennych w około  $\frac{1}{3}$  dla finansowania długoterminowych potrzeb inwestycyjnych przedsiębiorstw<sup>15</sup>. Główną rolę w zdobywaniu kapitałów na ekspansję przemysłową Niemiec Zachodnich po reformie pieniężnej odegrało samofinansowanie się przemysłu, które w decydującej mierze zastąpiło niedobór akumulacji i oszczędności osób prywatnych, na które średnio w latach 1950—1958 przypadało 24,8% ogólnej sumy akumulacji pieniężnej, wynoszącej 233,7 mld DM<sup>16</sup>. Stąd też z ogólnej sumy 220 mld DM zainwestowanych od 1948 do 1957 r. tylko około 10% pochodziło z emisji papierów wartościowych<sup>17</sup>, a w latach 1948—1951 tylko około 3,3%, podczas gdy w latach 1927—1929 około 40%<sup>18</sup>.

Złożyło się na to wiele powodów, a w głównej mierze zubożenie społeczeństwa, skutki reformy pieniężnej połączonej z prawie całkowitą konfiskatą posiadanych zasobów gotówkowych i anulowaniem lwiej części wkładów bankowych, oraz polityka gospodarcza i podatkowa państwa, nie sprzyjająca wzrostowi dochodów osobistych, a stwarzająca uprzywilejowanie dla akumulacji własnej przedsiębiorstw z osiągniętych zysków.

W pierwszych latach powojennych dochody z papierów wartościowych były względnie bardzo niskie. Do grudnia 1952 r. dywidenda od akcji i oprocentowanie obligacji nie mogły przekraczać 6%, a nowe emisje podlegały ścisłej "kontrolu władz państwa. Kurs giełdowy akcji kształtował się poniżej ich wartości nominalnej<sup>19</sup>, gdyż większość spółek akcyjnych płaciła bardzo niską dywidendę, a były i takie, które nie płaciły w ogóle dywidendy, bądź to z powodu niedostatecznych zysków, bądź też z powodu niechęci akcjonariuszy do podejmowania dywidendy ze względu na wysoką stopę podatkową. Korzystniej było pozostawić zysk w spółce akcyjnej jako kapitał rezerwy. Dopiero na mocy ustawy z listopada 1952 r. o popieraniu rynku kapitałowego, podatek od wypłaconych przez spółki akcyjne zysków w formie dywidend został od początku 1953 r. obniżony z 60 na 30%, a od 1958 r. na 15%. Dywidendy od akcji zostały znacznie podniesione i wynosiły przeciętnie w 1956 r. 7,5%, w 1957 r. — 8,6%, 1958 r. — 9,3% i w 1959 r. — 10,6%<sup>20</sup>. Jednak szybki wzrost kursów giełdowych akcji (w latach 1954—1959 kursy wzrosły przeciętnie ponad czterokrotnie) spowodował, że przeciętna dochodowość akcji kształtowała się w tym okresie dość nisko: w 1954 r. — 2,65%, w 1955 r. — 3,10%,

<sup>15</sup> Por. *The Federal Republic . . .*, op. cit., s. 46 i 51.

<sup>16</sup> W. Hofmann, *Handbuch des gesamten Kreditwesens*, Frankfurt am Main 1960, s. 1048.

<sup>17</sup> Por. H. Schacht, *Kapitalmarktpolitik*, Hamburg 1957, s. 27.

<sup>18</sup> *The Federal Republic . . .*, op. cit., s. 63.

<sup>19</sup> *The Federal Republic . . .*, op. cit., s. 62—64 oraz *Finanzprobleme des modernen Imperialismus*, Berlin 1958, s. 165.

<sup>20</sup> Według „Wirtschaft und Statistik” 1960, März, s. 161.

w 1956 r. — 4,15%, w 1957 r. — 4,64%, w 1958 r. — 3,29% i w 1959 r. — 2,19%<sup>21</sup>. Wzrost kursu akcji był znacznie szybszy niż wzrost stopy dywidendy, co świadczy, że nabywcy akcji liczą się z dalszym wzrostem stopy dywidendy. Dla osiągnięcia „normalnej” dla warunków NRF zyskowności lokat w akcjach, przy wysokim kursie akcji bankowych i akcji wielkich towarzystw przemysłowych, dywidenda płacona przez największe (banki i niektóre najbardziej rentowne (przemysłowe spółki akcyjne wynosi rocznie 15—20% i więcej)<sup>22</sup>. Spekulacja na dalszy wzrost dywidendy i wywołany tym ciągły wzrost kursu akcji jest na rękę dotychczasowym „starym” posiadaczom akcji, którzy osiągają tym sposobem ogromny przyrost wartości majątkowej. Ogólna dochodowość ulokowanego w akcjach kapitału (tzn. bieżąca dywidenda liczona od kosztu nabycia akcji plus przyrost „wartości” rynkowej akcji) dochodzi dla nich do kilkudziesięciu procent rocznie. Dlatego „starzy” akcjonariusze są niechętnie nastawieni do dopuszczania nowych nabywców akcji i niektóre najbardziej rentowne spółki rozprowadzają akcje wyłącznie wśród „starych” akcjonariuszy. Sytuacja kształtowała się pomyślnie dla posiadaczy akcji, ale nie zachęcała do ich nabywania, gdyż lokaty w innych formach papierów wartościowych były bardziej rentowne. Gdy na przykład przeciętna dochodowość akcji przemysłowych w latach 1953—1959 nie osiągała 5%, to od papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu przedsiębiorstwa przemysłowe i władze komunalne płaciły od 1953 r. przeważnie po 7—8%<sup>23</sup>.

Sytuacja w Niemczech Zachodnich kształtowała się odwrotnie niż np. w okresie międzywojennym, gdy dochodowość od papierów wartościowych o zmiennym dochodzie była na ogół wyższa od dochodowości z papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu. Jeszcze po wojnie wysoka dywidenda od akcji w takich państwach, jak Stany Zjednoczone i Wielka Brytania, powodowała niski poziom kursu giełdowego obligacji, zwłaszcza nisko oprocentowanych (2—3-procentowych) obligacji rządowych. Tymczasem w NRF kurs obligacji był przeważnie bliski al pari<sup>24</sup>. Wynikało to także z nierównego traktowania podatkowego dochodów z akcji w porównaniu z „uprzywilejowanymi” podatkowo obligacjami.

W celu ożywienia rynku papierów wartościowych rząd wprowadzał stopniowo odpowiednie warunki. W listopadzie 1954 r. została wydana

<sup>21</sup> „Monatsberichte der Deutschen Bundesbank” 1960, März, s. 72.

<sup>22</sup> W 1959 r. z liczby 1280 badanych spółek akcyjnych 106 spółek wypłaciło dywidendę w wysokości 15—20%, a 41 spółek płaciło ponad 2% — wg „Wirtschaft und Statistik” 1959, August, s. 427 i 1960, August, s. 469—471.

<sup>23</sup> Por. K. Zieschang, op. cit., s. 172—180, oraz G. Schmolders i H. Rittershausen, op. cit., s. 69

<sup>24</sup> Por. „Wirtschaft und Statistik” 1960, März, s. 161.

druga ustawa o popieraniu rynku kapitałowego. Od 1955 r. zaczyna się gwałtowny wzrost emisji akcji po obniżeniu podatku od zysków towarzystw z 60 na 45%; ponadto w 1954 r. nastąpiło obniżenie najwyższej stopy podatkowej od dochodów osobistych z ponad 90 na 80%, a w 1956 r. na 63%. Do tego doszła wysoka koniunktura lat 1955–1957, w czasie której nowe emisje akcji wynosiły 1560–1940 mln DM rocznie i przekroczyły znacznie wielkość emisji obligacji przemysłowych. Wraz z pogorszeniem się koniunktury w latach 1958–1959 emisja akcji spadła do 1113 mln DM w 1958 r. i 1220 mln DM w 1959 r.<sup>25</sup>. Ogólna suma emisji akcji ulokowanych od reformy pieniężnej w 1948 r. do początku 1960 r. wyniosła blisko 9 mld DM, z czego prawie połowa przypada na lata 1957–1959. Suma obligacji przemysłowych uplasowanych od lipca 1948 r. do końca 1959 r. osiągnęła nieco ponad 6 mld DM na prawie 35 mld DM ogólnej sumy emisji papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu.

Stosunkowo nieduża suma emisji obligacji przemysłowych wynika nie tylko z faktu małego popytu na nie ze strony osób prywatnych, ale głównie z konkurencji uprzywilejowanych podatkowo (do 1955 r.) obligacji komunalnych i państwowych oraz innych rodzajów długoterminowych papierów wartościowych, jak obligacje hipoteczne, listy zastawne i skrypty dłużne. Emisja obligacji przemysłowych wahała się w latach 1949–1959 na poziomie 10–20% ogólnej sumy emisji papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu. Na listy zastawne i obligacje komunalne przypadało po około  $\frac{1}{4}$  ogólnej sumy emisji, a w latach 1958 i 1959 emisje obligacji państwowych wzrosły nagle na skutek deficytów budżetowych również do około 25% ogólnej sumy emisji papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu (por. z tabelą 4). Zauważyć też wypada, że od roku 1957 pojawiły się na niemieckim rynku papierów wartościowych pierwsze emisje zagraniczne, które przybrały na sile w 1959 r. Podlegały one jednak nadal pewnym ograniczeniom, podczas gdy na emisje wewnętrzne przywrócono całkowicie wolny rynek<sup>26</sup>.

Aż do połowy 1956 r. odczuwano trudności plasowania na rynku nowych emisji obligacji przemysłowych. Dopiero w połowie 1958 r. zaistniały warunki dla ich lokaty przy stopie 6% po kursie 99<sup>27</sup>. Warunki te utrzymały się przez następne lata. Na początku 1960 r. emisje obligacji odbywały się przeważnie po kursie 97–98, przy oprocentowaniu około 6%<sup>28</sup>.

Rozprowadzanie nowych emisji odbywa się przeważnie dzięki po-

<sup>25</sup> Źródło: „Monatsberichte der Deutschen Bundesbank” 1960, März, s. 65.

<sup>26</sup> Por. *Finanzzentren der Welt*, Zürich 1959, s. 135–136.

<sup>27</sup> Por. G. Schmolders i H. Rittershausen, op. cit., s. 70–72.

<sup>28</sup> Źródło: „Monatsberichte der Deutschen Bundesbank” 1960, März, s. 69.

Tabela 4

Emisje i obieg papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu  
i akcji w mln DM

a) Zbyt brutto ważniejszych rodzajów krajowych papierów wartościowych

Okres	Papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu						Akcje (nowe wpłaty i podwyżki kapitału akcyjnego)	Razem papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu i akcje
	listy za- stawne (wraz z okrętowymi listami zastawnymi)	obligacje komunalne	skrypty dłużne instytucji kredytowych	obligacje przemysłowe	pożyczki organów publicznych			
1948 (II p.)	6,3	2,3	—	10,0	—	0,5	19,1	
1949	201,1	33,0	19,9	95,7	420,4	41,3	811,4	
1950	210,7	99,2	96,2	53,2	217,1	51,2	727,7	
1951	468,0	158,9	1,9	61,7	56,9	164,7	912,1	
1952	628,1	161,3	219,8	130,3	418,2	259,3	1 817,0	
1953	1 043,4	429,4	224,6	396,2	774,5	268,7	3 170,6*	
1954	2 238,8	1 001,4	64,9	791,5	590,2	453,0	5 144,0*	
1955	1 381,7	1 026,1	257,7	432,0	583,2	1 554,8	5 235,5	
1956	1 038,2	616,1	14,2	563,7	332,0	1 837,5	4 401,7	
1957	1 161,1	1 125,2	265,2	931,1	690,9	1 631,7	5 836,2*	
1958	1 618,8	2 337,6	422,1	1 651,9	2 002,7	1 139,5	9 266,6*	
1959	2 943,4	2 250,3	830,1	918,7	2 540,2	1 257,2	11 085,3*	

\* Różnice między sumą a częściami składowymi wynikają stąd, że pominięte zostały w tablicy drobne emisje oraz emisje zagraniczne, które w 1957 r. wynosiły 21 mln DM. w 1958 — 92 mln DM i w 1959 — 344,6 mln DM.

b) Obieg papierów wartościowych na koniec roku w mln DM

Rok	Papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu	Akcje
1948	18,6	.
1949	788,7	.
1950	1 465,2	.
1951	2 212,4	.
1952	3 761,3	.
1953	6 625,9	.
1954	11 235,0	21 179,9
1955	14 841,1	22 852,0
1956	18 397,2	24 952,0
1957	21 808,0	26 713,5
1958	29 726,9	27 897,0
1959	38 366,0	27 116,3

Źródło: „Monatsberichte der Deutschen Bundesbank” 1960, März, s. 65 i 68.

pytowi zgłaszanemu na papiery wartościowe przez instytucje kolektywnego gromadzenia oszczędności i wkładów, zwłaszcza przez banki i towarzystwa ubezpieczeniowe (por. z tabelą 5).

Tabela 5

Zbyt papierów wartościowych w NRF według grup nabywców  
w liczbach procentowych

Okres	Papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu					A k c j e				
	organy publiczne	instytucje kredytowe	pozostałe przedsiębiorstwa	osoby prywatne	nabywcy zagraniczni	organy publiczne	instytucje kredytowe	pozostałe przedsiębiorstwa	osoby prywatne	nabywcy zagraniczni
1954	24	46	23	7	—					
1956	45	30	9	16	—					
1958	11	65	8	13	3	22	29	14	7	28
1959	11	68	9	10	2	15	34	13	14	24

Źródło: „Monatsberichte der Bank deutscher Länder” 1957, April, s. 81 i „Monatsberichte der Deutschen Bundesbank” 1960, März, s. 70—71.

Rozwój oszczędzania w postaci wkładów w kasach oszczędności, w budowlanych kasach oszczędności oraz w polisach ubezpieczeniowych oznacza dopływ oszczędności indywidualnych do instytucji zbiorowego tworzenia oszczędności (por. z tabelą 6).

Tabela 6

Wkłady oszczędnościowe w Niemczech Zachodnich w latach 1955—1959  
w mln DM

Miejsce lokaty	1955	1959
W kasach oszczędnościowych	13 555	27 958
W budowlanych kasach oszczędności	3 019	7 485
W spółdzielniach kredytowych	2 944	6 166
W czekowych i pocztowych kasach oszczędności	1 236	2 783
W bankach kredytowych	3 517	7 142

Źródło: „Monatsberichte der Deutschen Bundesbank”, 1960, März, s. 50, 54, 58 i 74.

Ogółem od końca 1949 r. do końca 1959 r. wkłady oszczędnościowe w bankach i kasach oszczędności (poza budowlanymi) wzrosły z 3076 mln DM do 44 268 mln DM. Prawie w tym tempie wzrastały wpływy towarzystw ubezpieczeń na życie i ubezpieczeń od szkód i nieszczęśliwych wypadków.

Jak już wspomniałem, aktywa instytucji oszczędnościowych składają się w znacznym procencie z papierów wartościowych, innych długoterminowych dokumentów kredytowych i udziałów. Znaczny udział w zakupach i posiadaniu papierów wartościowych mają też towarzystwa ubezpieczeniowe. W końcu 1959 r. lokaty 472 towarzystw ubezpieczeniowych wynosiły około 20 772 mln DM i składały się z:

hipotek	3 353 mln DM
skryptów dłużnych	5 964 mln DM
papierów wartościowych	4 573 mln DM
funduszy wyrównawczych	4 145 mln DM
nieruchomości gruntowych	2 402 mln DM
udziałów	348 mln DM
pożyczek i zaliczek na polisy ubezpieczeniowe	288 mln DM

Blisko  $\frac{2}{3}$  tych lokat (12 269 mln DM) przypadało na 91 towarzystw ubezpieczeń na życie<sup>29</sup>, które preferują udzielanie pożyczek na skrypty dłużne.

Wzrost lokat oszczędnościowych w instytucjach idzie w parze ze względnym spadkiem aktywności osób prywatnych w bezpośrednim nabywaniu papierów wartościowych, przy wzroście roli instytucji zbiorowego gromadzenia oszczędności, za których pośrednictwem oszczędności dostają się na rynek papierów wartościowych. W rezultacie stosunkowo niskiego udziału osób prywatnych w nabywaniu nowych emisji spadł względnie ich portfel papierów wartościowych. Równocześnie wzrasta stan posiadania papierów wartościowych w bankach, w towarzystwach ubezpieczeniowych, w spółkach akcyjnych przemysłowych i handlowych, w organach publicznych i różnych instytucjach zbiorowego gromadzenia oszczędności.

Od 1956 r. pojawiły się w Niemczech Zachodnich pierwsze towarzystwa inwestycyjne jako instytucje gromadzące wolne środki pieniężne drobnych posiadaczy w celu lokowania ich w akcjach większych spółek akcyjnych. W końcu 1959 r. było ich 8, a ich fundusze wg wartości inwestycyjnej wynosiły w końcu 1958 r. 1049 mln DM, a w końcu 1959 r. 2266 mln DM, czyli stosunkowo nieznaczny odsetek ogólnej sumy papierów wartościowych, wynoszącej w końcu 1959 r. ponad 65 mld DM (por. tabelę 4)<sup>30</sup>. Konkurencja tradycyjnych instytucji oszczędnościowych stanowi przeszkodę w rozwoju towarzystw inwestycyjnych; dlatego nie odgrywają one jeszcze większej roli w nabywaniu walorów i daleko im do takiego stopnia rozpowszechnienia, jak to ma miejsce w Stanach Zjednoczonych lub w Wielkiej Brytanii.

<sup>29</sup> Źródło: „Monatsberichte der Deutschen Bundesbank” 1960, März, s. 75.

<sup>30</sup> „Monatsberichte der Deutschen Bundesbank” 1960, Januar, s. 102—103.

Obok emisji właściwych papierów wartościowych w postaci akcji i obligacji rozwinęły się także nowe formy finansowania długoterminowych potrzeb przedsiębiorstw, jak kredyty na skrypty dłużne w ramach tzw. systemu rewolwingowego. System ten polega na udzielaniu długoterminowego kredytu na inwestycje z krótkoterminowych środków pieniężnych zmieniających się kredytodawców. Środkami, które mogą być użyte na ten cel, dysponują przede wszystkim towarzystwa ubezpieczeń na życie, inne towarzystwa ubezpieczeń i częściowo banki.

System rewolwingowy daje dużym przedsiębiorstwom możliwość uzyskania kredytu na korzystniejszych warunkach niż normalny kredyt długoterminowy, gdyż stopa procentowa jest tu około  $\frac{1}{3}$  niższa od stopy procentowej od kredytu na rachunku bankowym, niższa także od stopy procentowej od kredytu hipotecznego; natomiast zaciąganie kredytu rewolwingowego wymaga znacznie mniej formalności i nie jest tak przezwlekłe, jak w przypadku kredytu hipotecznego lub emisji obligacji<sup>31</sup>.

Rozwój systemu rewolwingowego, jak i praktyki prolongowania krótkoterminowych kredytów na rachunkach bankowych, świadczy o dużym zapotrzebowaniu na kredyt długoterminowy przy niedostatecznej jego podaży. W tych warunkach dochodzi do przekształcania — w drodze prolongowania — formalnoprawnie krótkoterminowych kredytów w kredyty średnioterminowe lub nawet długoterminowe, używane na finansowanie inwestycji. Praktyka tego rodzaju występuje dość szeroko w niemieckich bankach kredytowych, które z kolei zapewniają sobie możliwości refinansowania się bądź to w banku centralnym, bądź w innych instytucjach kredytowych i towarzystwach ubezpieczeniowych (zwykle w ramach systemu rewolwingowego pośredniego).

Rola instytucji kredytowych w nabywaniu papierów wartościowych wciąż wzrasta, mimo że w ostatnich latach nastąpiło pewne ożywienie aktywności osób prywatnych i nabywców zagranicznych. Popyt na papiery wartościowe jest nadal silnie zinstytucjonalizowany. Mały stosunkowo udział osób prywatnych w nabywaniu papierów Wartościowych wynikał głównie z następujących przyczyn:

1. z obniżenia dochodów indywidualnych z kapitału;
2. z niskiego poziomu płac w stosunku do istniejącego popytu konsumpcyjnego zwłaszcza w pierwszych latach powojennych;
3. z polityki wysokiego opodatkowania dochodów osobistych;
4. z preferowania przez drobnych ciułaczy kolektywnych form oszczędzania, zwłaszcza w formie polis ubezpieczeniowych i wkładów w budowlanych kasach oszczędności;

<sup>31</sup> Por. G. Schmolders i H. Rittershausen, op. cit., s. 88—110 oraz R. Bitschnau, *Das Revolvingsystem in der Industriefinanzierung*, Frankfurt am Main 1959, s. 11—161.

5. z rozwoju ubezpieczeń społecznych, osłabiających konieczność oszczędzania na czarną godzinę;
6. z ograniczeń stosowalnych przez niektóre spółki akcyjne w 'dopuszczaniu nowych akcjonariuszy;
7. ze stosunkowo niskiej dochodowości netto z papierów o niestałym oprocentowaniu;
8. z trudności rozprowadzania tzw. akcji ludowych<sup>32</sup>.

Niektóre z wymienionych przyczyn (2, 4, 5, 6, 8) działają silnie w dalszym ciągu i stanowią o niskim udziale osób prywatnych w nabywaniu papierów wartościowych.

Postulowany przez ekonomistów zachodnioeuropejskich rozwój rynku papierów wartościowych, funkcjonującego na zasadach wolnej gry sił rynkowych, nie może wnieść istotnych zmian w posiadaniu papierów wartościowych ani doprowadzić do demokratyzacji kapitału, dopóki głównymi nabywcami papierów wartościowych pozostaną wielkie instytucje kredytowe i finansowe.

Dotychczasowe doświadczenia w Niemczech Zachodnich wskazują, że szczególnie duże możliwości nabywania papierów wartościowych posiadają banki, wykazujące duży stopień płynności posiadanych środków. W rezultacie następuje wzrost zależności rynku papierów wartościowych od banków i 'umocnienie wpływu banków na całość gospodarki, gdy poszczególnym bankom uda się zdobyć pakiet kontrolny. Daleko idący wgląd w interesy przedsiębiorstw daje również udzielanie kredytu bankowego na rachunku bieżącym, gwarancji kredytu oraz kredytu długoterminowego zabezpieczonego skryptami dłużnymi. Ten ostatni daje szerokie możliwości wpływu na przemysł bankom kredytu długoterminowego i towarzystwom ubezpieczeniowym, udzielającym poszczególnym przedsiębiorstwom kredytu na znaczne sumy.

W tym świetle można ocenić zgłaszane przez wielu ekonomistów zachodnioniemieckich postulaty ożywienia rynku papierów wartościowych jako — ich zdaniem — najwłaściwszej formy zdobywania środków pieniężnych na finansowanie długoterminowych potrzeb gospodarki zgodnie z zasadą rentowności rynkowej<sup>33</sup>. Jednym z celów ubocznych jest przy

<sup>32</sup> Por. G. Schmolders i H. Rittershausen, op. cit., s. 110—112; H. J. Abs, *Zeitfragen der Geld- und Wirtschaftspolitik*, Frankfurt am Main 1959, s. 255—257 oraz K. Zieschang, op. cit., s. 193—199.

<sup>33</sup> Postulaty takie występują w szczególności w pracach takich ekonomistów, jak: W. Röpke, *Ist die deutsche Wirtschaftspolitik richtig?* Stuttgart 1950, s. 51—62; H. J. Abs, *Fragen der Zahlungsbilanz, des Geld- und Kapitalmarktes in der Bundesrepublik*, Kiel 1954, s. 6—11; A. Weiber, *Bankkredit und langfristige Investitionen*, Berlin 1954, s. 17—19; H. Schacht, op. cit., s. 20—27; G. Schmolders i H. Rittershausen, op. cit., s. 30—50.

tym wyeliminowanie zjawiska inflacyjnego działania zakupów papierów wartościowych przez banki, w tych przypadkach gdy banki kupują długo-terminowe papiery wartościowe nie tylko za posiadane wkłady długo-terminowe klientów, ale częściowo z kreacji pieniądza<sup>34</sup>. Zakup papierów wartościowych przestaje wtedy być czynnikiem neutralnym w stosunku do obiegu pieniężnego. Właściwym źródłem długoterminowego kredytowania o charakterze pieniężnie neutralnym może być bowiem tylko rzeczywista akumulacja pieniężna. Odnosi się to w szczególności do finansowania potrzeb przedsiębiorstw drogą emisji długoterminowych papierów wartościowych. Z tego względu zakupy papierów wartościowych przez banki z kreacji pieniądza posiadają niebezpieczny aspekt ogólnogospodarczy, choć dla banków są jednym z korzystniejszych sposobów zdobywania zysków.

Ograniczenie ekspansji banków w sytuacji postępującego rozwoju rynku papierów wartościowych wymaga wzrostu udziału osób prywatnych w nabywaniu papierów wartościowych, a zatem zmian w udziale poszczególnych podmiotów akumulujących pieniądź w ogólnej sumie społecznej akumulacji pieniężnej. Proces w tym kierunku zaznaczył się w NRF silniej dopiero w latach 1957—1959, gdy udział akumulacji pieniężnej i oszczędności osób prywatnych w ogólnym nagromadzeniu (wraz z przeniesieniami majątkowymi) wzrósł z 17,7% w 1950 r. i 20,8% w 1956 r. do ponad 30%<sup>35</sup> i wykazał dalszą, choć umiarkowaną tendencję zwyżkową (por. tabelę 8).

Finansowanie potrzeb rozwojowych gospodarki zachodnioniemieckiej pokrywane było dotychczas przede wszystkim z własnych zysków przedsiębiorstw w formie samofinansowania się; w drugiej kolejności szło finansowanie ze środków obcych otrzymanych od instytucji publicznych i z kredytów bankowych, a w dalszej ze środków zagranicznych i nowych emisji papierów wartościowych.

Tabela 7

## Inwestycje brutto i wrost zapasów w NRF w latach 1950—1959

L a t a	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959
W mld DM	21,9	26,4	31,5	31,4	36,3	47,0	49,3	52,0	53,1	58,7
W procentach produktu społecznego brutto	22,5	22,4	23,2	21,6	23,2	26,4	25,1	24,3	23,8	24,0

Źródło: „Monatsberichte der Deutschen Bundesbank” 1960, März, s. ...

Udział akumulacji w produkcie społecznym brutto był w NRF znacznie wyższy niż w innych głównych państwach kapitalistycznych i za-

<sup>34</sup> Por. „Monatsberichte der Deutschen Bundesbank” 1960, Februar, s. 5—6.

<sup>35</sup> Por. „Monatsberichte der Deutschen Bundesbank” 1957, November, s. 53; W. Hofmann, op. cit., s. 1048.

ważył decydująco na wyższej stopie wzrostu gospodarczego i wysokiej koniunkturze w NRF. Wysoka koniunktura sprzyjała z kolei osiąganiu przez przedsiębiorstwa wysokich zysków, z których przeważająca część przeznaczona była na samofinansowanie się.

Udział nie rozdzielonych zysków przedsiębiorstw w ogólnym nagromadzeniu kapitału rzeczowego i pieniężnego kształtował się procentowo następująco<sup>36</sup>:

1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959
33,1	52,8	41,7	29,6	27,4	37,2	37,5	39,5	32,9	34,3

Rozwój rynku kredytowego w Niemczech Zachodnich trzeba rozpatrywać na tle nowej sytuacji, która stworzyła bardzo korzystne warunki dla rozwoju samofinansowania się przedsiębiorstw. Wzmoczony rozwój samofinansowania się datuje się w Niemczech od 1933 r., gdy wprowadzono prawne ograniczenia dywidendy do 6% kapitału zakładowego i państwową kontrolę emisji papierów wartościowych, a zamrożenie płac sprzyjało osiąganiu wysokich zysków przez przedsiębiorstwa. Zyski te stanowiły główne źródło akumulacji kapitału w przedsiębiorstwach również w okresie wojny i po drugiej wojnie światowej. Występują one przeważnie pod formą funduszu amortyzacji, tworzonego w ciężar kosztów w kwotach przekraczających znacznie rzeczowe zużycie kapitału trwałego. W latach 1950—1959 fundusz amortyzacji był od kilkunastu do ponad 100% wyższy od zysków netto przedsiębiorstw. Wprawdzie nadmierne odpisy amortyzacyjne powodowały obniżenie bilansowego zysku, ale jako nie podlegające opodatkowaniu, wpływały na zwiększenie ogólnej sumy akumulacji (pieniężnej przedsiębiorstw).

Obok osiągania wysokich zysków bieżących, szczególnie dużą rolę w samofinansowaniu się po drugiej wojnie światowej odegrało wykorzystanie cichych rezerw kapitału rzeczowego nagromadzonych w okresie wojny oraz dokonywanie nadmiernych odpisów amortyzacyjnych. W poszczególnych gałęziach gospodarki samofinansowanie się dochodziło do 75% dokonanych inwestycji, a niektóre przedsiębiorstwa miały tak wysoką stopę rentowności, że wykazywały objawy przefinansowania, polegające na osiąganiu wolnych nadwyżek pieniężnych lub zastosowaniu w przedsiębiorstwie więcej kapitału niż jest to racjonalnie uzasadnione<sup>37</sup>.

Jako czynniki szczególnie korzystne dla rozwoju samofinansowania się przedsiębiorstw w NRF wystąpiły:

1. duży popyt na towary przy niedostatecznej ich podaży, co pozwa-

<sup>36</sup> Obliczone na podstawie „Monatsberichte der Deutschen Bundesbank” 1057, November, s. 57 i 1960, Juli, s. 62.

<sup>37</sup> Por. G. Schmolders i H. Rittershausen, op. cit., s. 11—13 oraz „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen” 1960, September, s. 806—807.

łało utrzymywać wysoki poziom cen przy stosunkowo niskim poziomie płac realnych;

2. wysoka stopa podatkowa od zysków rozdzielonych, powodująca zatrzymywanie zysków w przedsiębiorstwach, gdyż zyski nie rozdzielone były uprzywilejowane podatkowo;

3. wysokie, liberalne stawki odpisów amortyzacyjnych, zwłaszcza dla nowych inwestycji, oraz tworzenie cichych rezerw w wyniku zbyt wysokiej wyceny pasywów i zbyt niskiej aktywów;

4. wysoki stopień wyzysku siły roboczej, zwłaszcza w pierwszych latach powojennych;

5. inflacyjny wzrost cen.

Samofinansowaniu się sprzyjał z jednej strony brak rozwiniętego i sprawnie funkcjonującego rynku kredytowego, a z drugiej — sam rozwój samofinansowania utrudniał dopływ środków pieniężnych na rynek kredytowy, zwłaszcza na rynek papierów wartościowych. Samofinansowanie się jest chętnie praktykowane przez przedsiębiorstwa, gdyż jest dla nich najtańszym sposobem zdobywania środków na akumulację. Państwo świadomie stwarzało warunki dla samofinansowania się przedsiębiorstw, co leżało w interesie grup zarządzających przedsiębiorstwami i posiadających w nich główną część udziałów. Odkładanie dużych sum kapitałów rezerwowych podnosiło bowiem kapitał zakładowy, realną wartość udziałów i rentowność przedsiębiorstw, co wyrażało się we wzroście kursu giełdowego akcji, zwłaszcza od momentu kiedy większość towarzystw akcyjnych zaczęła wypłacać wysokie dywidendy.

Rynek kredytowy doznał po wojnie wyraźnego spadku znaczenia w wyniku wzrostu udziału państwa w dochodzie narodowym. W drodze wyśrubowania stopy podatkowej państwo stało się zdolne do akumulacji pieniężnej na wielką skalę i wpłynęło na obniżenie prywatnej akumulacji pieniężnej i oszczędności. Negatywny wpływ państwa na rynek kredytowy wyraża się szczególnie w tym, że dokonywało ono redystrybucji około  $\frac{2}{3}$  dochodu narodowego i przypadało na nie ponad  $\frac{1}{3}$  ogólnej sumy akumulacji społecznej<sup>38</sup>, z czego znaczna część szła na zaspokojenie potrzeb finansowych przedsiębiorstw w drodze udzielania im kredytu publicznego (zwykle bardzo nisko oprocentowanego) i subwencji państwowych. Udział funduszy państwowych w ogólnej sumie inwestycji netto (także nieprodukcyjnych) wynosił w latach 1949—1951 około 41%), co stanowiło 17% wydatków budżetowych. W latach 1952—1957 na organy publiczne przypadało około  $\frac{1}{3}$  z akumulacji społecznej brutto (por. z tabelą 8). Mimo to, aż do 1956 r. budżety federalne osiągały znaczne

<sup>38</sup> G. Schmolders i H. Rittershausen, op. cit., s. 42—45, oraz W. Hofmann, op. cit., s. 1048.

## Bieżące tworzenie oszczędności\* w NRF w latach 1950—1959

Udział procentowy	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959**
Gospodarstwa domowe	17,0	13,4	20,7	24,7	25,3	20,0	18,9	28,1	32,5	32,6
Przedsiębiorstwa (nie rozdzielone zyski)	39,0	43,8	39,9	26,3	29,7	39,4	39,7	35,3	33,9	31,7
Organy publiczne	28,7	35,2	38,3	49,0	45,2	40,8	41,8	37,4	34,3	37,9
z tego:										
a) władze terenowe	(18,8)	(24,6)	(30,3)	(37,9)	(34,4)	(31,3)	(31,9)	(30,6)	(28,9)	(32,9)
b) ubezpieczenia społeczne	(9,9)	(10,6)	(8,0)	(11,1)	(10,8)	(9,5)	(9,9)	(6,8)	(5,4)	(4,9)
Saldo przepływów majątkowych z zagranicą i Berlinem Zachodnim	15,3	7,6	1,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,4	-0,8	-0,7	-2,2
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0***
Suma ogólna w mld DM	12,0	17,2	21,0	22,0	26,3	34,5	37,2	39,5	39,2	44,0

\* Bez przesunięć majątkowych.

\*\* Dane tymczasowe.

\*\*\* Odchylenia z powodu zaokrągleń.

Źródło: „Monatsberichte der Deutschen Bundesbank” 1960, Juli, s. 57.

nadwyżki, lokowane głównie jako środki płynne na rachunku w banku centralnym. Dopiero od 1957 r. budżety federalne wykazywały rosnący deficyt, który za rok 1959 doszedł do około 3 mld DM. Jak wiadomo, po reformie pieniężnej rząd NRF uznał z ogólnej sumy długu publicznego Rzeszy Niemieckiej, sięgającego w maju 1945 r. 390 mld DM, tylko sumę 20 mld DM tzw. roszczeń wyrównawczych, z czego około 14,6 mld DM stanowiły 3-procentowe, 4,8 mld DM 3,5-procentowe, a 0,5 mld DM 4,5-procentowe papiery państwowe. Niemcy Zachodnie były zadłużone w znacznie mniejszym stopniu niż rządy innych głównych państw kapitalistycznych (kształtowanie się długu wewnętrznego rządu federalnego i rządów krajowych przedstawione zostało w tabeli 9). Trzeba tu nad-

Tabela 9

Dochody podatkowe i dług publiczny w NRF w latach 1950—1959  
w mln DM

Okres	Dochody podatkowe		Dług publiczny (stan na koniec roku)					
	Federacji (własne i udział we wpływach podatku dochod.)	Krajów (udział w podatku dochodowym i inne)	federacji			krajów		
			wewnętrzny		zagra-niczny	wewnętrzny		zagra-niczny
			nowe za-dłużenia od ref. pienięż.	roszcze-nia wyrów-nawcze		nowe za-dłużenia od ref. pienięż.	roszcze-nia wyrów-nawcze	
1950	9 594	6 510	1 077	6 213	—	632	12 107	—
1951	14 616	7 054	1 340	6 880	—	779	12 375	—
1952	18 737	8 262	1 228	7 821	—	1 056	12 481	—
1953	20 444	9 113	1 475	7 868	—	1 430	12 563	—
1954	21 297	9 495	1 536	8 005	7 746	1 759	12 540	179
1955	23 796	10 379	1 061	8 129	8 079	2 179	12 564	179
1956	26 103	12 313	888	8 082	8 056	2 381	12 487	184
1957	26 963	13 960	391	10 698	7 981	3 225	9 835	183
1958	28 179	14 703	662	10 856	7 798	4 189	9 614	179
1959	31 307	16 479	2 723	11 061	6 695	4 536	9 499	165

Źródło: „Monatsberichte der Deutschen Bundesbank” 1960, März, s. 76 i 79.

mienić, że Niemiecki Bank Federalny przekształcił w latach 1955—1958 około 4,4 mld DM roszczeń wyrównawczych w weksle skarbowe<sup>39</sup>, a ponadto posiadał w portfelu 547 mln DM nie oprocentowanych kwitów skarbowych, powstałych jako „pokrycie” emisji pieniądza dla Berlina Zachodniego<sup>40</sup>.

<sup>39</sup> Por. *The Federal Republic ...*, op. cit., s. 41—42, oraz K. Zieschang, op. cit., s. 54—55.

<sup>40</sup> Dane statystyczne: W. Hofmann, op. cit., s. 1040, 1055 i 1056.

Dług zagraniczny został uznany przez Niemiecką Republikę Federalną w układzie londyńskim z sierpnia 1952 r. na sumę 7,3 mld DM z tytułu długów przedwojennych i 7 mld DM długów powojennych, z czego około 5 mld DM z tytułu dostaw w ramach „planu Marshalla”. Ponadto na rzecz Izraela przypadało na mocy układu haskiego 3,5 mld DM odszkodowań. Spłaty tego długu wraz z odsetkami zostały rozłożone na roczne raty w wysokości 567 mln DM w latach 1953—1958 i 765 mln DM od 1958 r.<sup>41</sup>. Były one regulowane przez NRF bez specjalnych trudności, mimo że prawie połowa tych płatności przypadała na strefę dolarową.

Pewne trudności wywołała dopiero sytuacja wewnętrzna od 1957 r., głównie w związku ze wzrostem remilitaryzacji NRF. Jak wynika z tabeli 10, rząd federalny w latach 1957—1959 wydał  $\frac{5}{6}$  swych środków

Tabela 10

Rachunki publiczne i 'bankowe w banku centralnym i kredyty udzielone przez bank centralny w mln DM na koniec roku

Lata	Wkłady niebanków		Wkłady instytucji kredytowych	Kredyty dla niebanków			Kredyty dla instytucji kredytowych
	ogółem	federacji i krajów*		ogółem	federacji	krajów	
1950	3693	594	1888	1623	1214	289	5202
1951	3997	1192	2675	1166	839	196	5717
1952	3857	1906	2993	750	538	65	4128
1953	4935	3181	3287	622	430	48	3351
1954	6266	4685	4006	734	522	61	3339
1955	7003	5950	4502	1011	652	206	4683
1956	7682	6712	5258	813	564	102	3127
1957	5097	4017	7109	809	719	84	1677
1958	4968	4614	8243	1094	1024	69	960
1959	2261	1161	9344	1748	1748	—	1286

\* Wraz z wkładami organów tzw. funduszu wyrównawczego strat, a bez środków nadzwyczajnych.

Źródło: „Monatsberichte der Deutschen Bundesbank” 1960, März, s. 29 i 30.

płynnych, nagromadzonych w poprzednich latach w Niemieckim Banku Federalnym z nadwyżek budżetowych (tzw. Juliusturm)<sup>42</sup> i zwiększył swój dług wewnętrzny o około 3 mld DM w postaci roszczeń wyrównawczych i o blisko 2 mld DM w innych formach pożyczek wewnętrznych.

<sup>41</sup> Por. H. J. Abs, *Zeitfragen* ..., op. cit., s. 15, 37—42.

<sup>42</sup> Nadwyżki te powstały głównie z zapreliminowanych, a nie wydatkowanych sum na remilitaryzację Niemiec Zachodnich. Były to tzw. „lotne pozycje”, które nie ulegały zablokowaniu, lecz były przeznaczone do wydatkowania w następnych latach budżetowych. Opinia publiczna NRF była na ogół przeciwna tworzeniu tych rezerw na wydatki wojskowe, widząc w nich czynnik deflacyjny (por. G. Schmolders, *Die Politiker und die Währung*, Frankfurt am Main 1959, s. 46—59).

Jeśli w pierwszych latach po reformie pieniężnej rząd udzielał znacznej pomocy na finansowanie potrzeb kapitału prywatnego, a wzrost sald rządowych na rachunkach w banku centralnym i w innych instytucjach kredytowych oznaczał niezależność pozycji rządu federalnego od rynku kredytowego (wzrost zadłużenia wykazywały tylko władze krajów i gmin), to w ostatnich latach rząd federalny znalazł się wśród podmiotów zgłaszających popyt na kapitał pożyczkowy (w roku 1960 zadłużenie rządu ma wzrosnąć o 2,9 mld DM). Zmienia to poważnie dotychczasową strukturę rynku kredytowego w NRF i jest wyrazem faktu, że nawet wysoka koniunktura nie zapewnia rządowi niezależnej pozycji finansowej, odkąd wszedł on na drogę wzmoczonych zbrojeń (tzw. konsumpcja wojskowa wzrosła z 5,5 mld DM w 1956 r. na około 8,5 mld DM w 1959 r.).

Tabela 11

## Sytuacja finansowa NRF wobec zagranicy w mln DM

Okres	Saldo bilansu płatniczego netto	Saldo ruchu kapitałowego			Rachunki dewizowe w banku centralnym			
		ogółem własne (-) obce(+)	w tym		zapasy złota	zapasy dolarowe netto	inne należności dewizowe	
			długoterminowe	krótkoterminowe			ogółem	w tym b. EUP
1950	- 203	+ 207	+ 458	- 251	-	-	-	-
1951	+2 424	+ 87	- 149	+ 236	-	-	-	-
1952	+2 510	- 23	- 339	+ 316	587	2 088	1 885	1 061
1953	+3 922	+ 50	- 430	+ 480	1 367	3 545	2 828	1 782
1954	+3 212	- 375	- 718	+ 443	2 628	5 453	2 656	2 054
1955	+1 619	- 450	- 410	- 40	3 862	5 789	2 824	2 187
1956	+4 549	+ 121	- 556	+ 677	6 275	7 332	3 700	2 890
1957	+3 400	-2 440	- 726	-1 714	10 674	6 148	6 403	4 242
1958	+3 869	-2 386	-1 871	- 515	11 085	7 442	7 188	4 597
1959*	-1 512	-6 142	-3 774	-2 368	11 077	7 278	5 069**	3 159

\* Dane prowizoryczne. \*\* Z tego 1496 mln DM stanowiły lokaty w Banku Światowym.  
Źródło: „Monatsberichte der Deutschen Bundesbank” 1960, März, s. 83 i 84.

Jeśli bilans płatniczy NRF wykazał w 1959 r. znaczne saldo ujemne po raz pierwszy od 1951 r., to głównie z powodu wzrostu eksportu kapitału, zwłaszcza długoterminowego. Oznacza to, że — zgodnie z postulatami licznych ekonomistów zachodnioniemieckich — NRF wychodzi zdecydowanie na światowy rynek kredytowy (por. z tabelą 11). Jeśli zadłużenie wewnętrzne rządu federalnego w ostatnich latach poważnie wzrosło, to dług zagraniczny — dzięki korzystnej dla NRF koniunkturze eksportowej — mógł być stopniowo spłacany, zgodnie z zobowiązaniami NRF przyjętymi w układzie londyńskim. Niemcy Zachodnie były w stanie nie tylko

spłacać (czasem przedterminowo) przypadające raty i należne odsetki, ale nagromadziwszy znaczne rezerwy złota, dolarów i innych dewiz, same •udzielały pożyczek innym państwom (w tym należącym do Europejskiej Unii Płatniczej w końcu 1958 r. na sumę 1,1 mld \$), a w ostatnich latach podjęły eksport kapitału do krajów zamorskich. Korzystna sytuacja NRF w obrotach z zagranicą pozwoliła całkowicie znieść w połowie 1959 r. reglamentację dewizową oraz ograniczenia eksportu kapitału. Zostały natomiast wprowadzone pewne ograniczenia w imporcie kapitału krótkoterminowego<sup>43</sup>; aby uchronić się przed nadmiernym dopływem „hot money” dozwalała się *na* dokonywanie inwestycji kapitału zagranicznego tylko w twardych walutach<sup>44</sup>.

Ekspansja gospodarcza Niemiec Zachodnich pozwoliła im w zasadzie uniezależnić się od importu kapitału i wzmóc własny eksport kapitału.

Trudno dziś stwierdzić, czy tendencja ta będzie długotrwała. Rozwój wypadków w ostatnim okresie wskazuje raczej na to, że przystąpienie do forsownych zbrojeń pogorszy w niedługim czasie zewnętrzną sytuację finansową NRF, podobnie jak już obecnie pogorszyło sytuację wewnętrzną, zwłaszcza finanse państwa. Jak swego czasu wojna koreańska stała się jednym z istotnych bodźców do przyśpieszenia wzrostu gospodarczego i ekspansji eksportowej Niemiec Zachodnich, tak z kolei ciężar własnych zbrojeń może stać się przyczyną załamania „cudu gospodarczego” w NRF.

<sup>43</sup> Krótkoterminowe kapitały zagraniczne kierowane są do NRF głównie ze względów spekulacyjnych, wywołanych obawami przed podniesieniem kursu marki, który od kilku lat uważany jest za zbyt niski.

<sup>44</sup> Por. *Finanzzentren der Welt*, Zürich 1959, s. 135–136.