

ZBIGNIEW KLIMIUK

ZMIANY W STRUKTURZE I OBROTACH KAPITAŁOWYCH RFN
PO II WOJNIE ŚWIATOWEJ SPOWODOWANE REWALUACJĄ
MARKI ZACHODNIONIEMIECKIEJ
(DO 1985 ROKU)

1. PROBLEM Z PŁYNNOŚCI MIĘDZYNARODOWEJ
I KRYZYS ZAUFANIA W STOSUNKU DO DOLARA

W latach sześćdziesiątych w gospodarce światowej pojawił się problem wystarczalności światowych rezerw walutowych wykorzystywanych do obsługi rosnących obrotów płatniczych. Wprowadzenie zewnętrznej wymienialności walut Europy Zachodniej oraz dynamiczny rozwój gospodarek kapitalistycznych wraz z pojawieniem się deficytu bilansu handlowego USA spowodowało, że wartość rocznego importu świata kapitalistycznego rosła szybciej niż rezerwy walutowe, co spowodowało pogorszenie się płynności międzynarodowej¹. Szczególnie niekorzystnie przedstawiało się to w USA: w 1950 r. rezerwy walutowe (wyłącznie złoto) były 2,5-krotnie większe niż wartość rocznego importu; w 1969 r. stanowiły jedynie 44% wartości rocznego importu². O połowę obniżyła się płynność krajów Europy Zachodniej i Trzeciego Świata. Na przeszkodzie zwiększenia rezerw walutowych (a więc poprawy płynności) stanął zbyt mały dopływ złota oraz brak możliwości zwiększenia rezerw dewizowych (głównie dolarowych), związany z sytuacją bilansu płatniczego USA i utratą zaufania do dolara. Chroniczny deficyt rachunku bieżącego bilansu płatniczego USA, spowodowany głównie nadmiernymi wydatkami rządowymi zagranicą oraz wyższą stopą procentową w Europie Zachodniej, pociągnął za sobą zmniejszenie rezerw złota

Dr hab. ZBIGNIEW KLIMIUK – profesor nadzwyczajny Instytutu Pracy i Spraw Socjalnych w Warszawie; adres do korespondencji: ul. Bellottiego 3B, 01-022 Warszawa; e-mail: zbigklimiuk@yahoo.pl

¹ L.B. YEAGER, *International Monetary Relations*, New York 1966.

² S. RĄCZKOWSKI, *Międzynarodowe stosunki finansowe*, PWE, Warszawa 1984, s. 270-287.

Stanów Zjednoczonych i jego transfer do krajów Europy Zachodniej. Następował stały wzrost krótkookresowych zobowiązań płatniczych USA w stosunku do zagranicy, co groziło niewypłacalnością Stanów Zjednoczonych w chwili zwrócenia się wierzycieli o wymianę dolarowych avoirów na złoto³. Pojawiły się wątpliwości, czy możliwe będzie kontynuowanie tej wymiany przez rząd amerykański w sytuacji, gdy już w 1966 r. zobowiązania tylko wobec zagranicznych banków centralnych przekroczyły wartość zapasów złota.

Kryzys w systemie Bretton Woods

Przez szereg powojennych lat system z Bretton Woods służył z powodzeniem rozwojowi handlu światowego oraz wzrostowi produkcji i zatrudnienia⁴. W miarę upływu czasu zróżnicowane cele gospodarcze krajów doprowadziły do różnych różnic cenowych i produkcyjnych, które zakwestionowały system stałych kursów. W systemie tym – korygowanym jedynie przez małe, niewystarczające i opóźnione rewaluacje i dewaluacje – występowały duże i utrzymujące się nierównowagi bilansów płatniczych. Relacje walutowe w coraz mniejszym stopniu odpowiadały relacjom wymiennym. Wynikające z tego regionalne deficyty były przewyżczane przez stałe kredytowanie i pomoc finansową krajów nadwyżkowych. Te ostatnie były do niej tym bardziej skłonne, gdyż pojmowały swoją pozycję nadwyżkową jako wyraz siły ekonomicznej, zaś żądana od nich pomoc wydawała się nie odbijać niekorzystnie na ich bilansach płatniczych przy posiadaniu dużych zasobów dewizowych.

Jednocześnie Stany Zjednoczone zalewały europejskie banki centralne strumieniem dolarów, które to – aby utrzymać kurs dolara – dokonywały zakupów interwencyjnych i rezygnowały z wymiany ich na złoto. Zbyt wysoki, w relacji do podaży dolarów, kurs waluty amerykańskiej doprowadził w krajach o silnej walucie do potaniaenia ich eksportu, gdyż eksport ten był subwencjonowany przez kurs⁵. Kraje o słabej walucie mogły pozwolić sobie na wysoki import, bo płaciły relatywnie mniej za niego. W tych warunkach system kursów stałych był czynnikiem, który w krajach o słabej walucie doprowadził do wysokiego importu i odpływu kapitałów, zaś w krajach o silnej walucie sprzyjał eksportowi i przyciągał kapitały długoterminowe. W sytuacji kraju o silnej walucie znalazła się w latach sześćdziesiątych RFN. W tym stopniu, w jakim wzrastała nierównowaga

³ P.L. PETERSON, *The United States in the Changing World Economy*, Washington 1971, s. 39.

⁴ J. ŚWIDROWSKI, *Bretton Woods*, Spółdzielnia Wydawnicza „Ingos”, Warszawa 1946.

⁵ Z. RURARZ, *Ekspansja kapitału USA*, PWE, Warszawa 1969.

bilansów płatniczych, spadała gotowość krajów nadwyżkowych do pokrywania deficytów w innych krajach w ramach pomocy finansowej.

Narastające trudności wyrażały się w gwałtownym zmniejszeniu rezerw złota i dewiz (USA), rosnących deficytach bilansu handlowego (Wielka Brytania) oraz w rosnącym nacisku na rewaluację walut (Japonia, RFN). Jednocześnie wzrastały stopy inflacji w poszczególnych krajach. Chociaż powody inflacji były różne, to na skutek stałych kursów walutowych i powiązań międzynarodowych w grupie krajów rozwiniętych, inflacja przenosiła się na poszczególne gospodarki. Różnice te wymusiły dopasowanie kursów do zmienionych, realnych warunków ekonomicznych między krajami. Kraje z relatywnie stabilnymi cenami (RFN) w coraz większym stopniu przyciągały kapitały spekulacyjne i pod ich naciskiem musiały upłynnić kursy swoich walut, dopuszczając do wzrostu ich wartości. Kraje deficytowe z kolei (o wysokiej inflacji) pod wpływem ucieczki kapitałów dopuściły do dewaluacji kursy swoich walut.

Pierwsze zakłócenia na rynkach walutowych pojawiły się na początku lat sześćdziesiątych i wywołały ożywienie tezauryzacji oraz wzrost zakupu złota. Kraje kapitalistyczne udzieliły wówczas pomocy krótkoterminowej zagrożonym walutom. Utworzono w 1961 r. tzw. złoty pool, w którym osiem krajów (Belgia, Holandia, Francja, RFN, Szwajcaria, Wielka Brytania, Włochy i USA) zobowiązało się do utrzymania ceny złota na poziomie 35 dolarów za troyuncję poprzez odpowiednie jego dostawy i zakupy. Dalszymi posunięciami były: porozumienie między bankami głównych krajów o dodatkowych kredytach krótkoterminowych, porozumienie swapowe (*swap arrangements*) banków centralnych o interwencji na rynkach walutowych oraz zobowiązanie się banków centralnych do niezamieniania dolarów na złoto w celu zmniejszenia nacisku na oficjalne rezerwy złota Stanów Zjednoczonych. Posunięcia te nie uzdrowiły sytuacji na rynkach walutowych. Deficyt bilansu płatniczego USA zwiększał się, czego skutkiem był wzrost krótkoterminowego zadłużenia USA w 1970 r. do poziomu blisko 42 mld dolarów, zaś poziom rezerw złota spadł do 11 mld dolarów⁶.

Na początku 1968 r. w związku z dewaluacją funta brytyjskiego (z 18 listopada 1967 r.) o 14,3% wzrosła prywatna tezauryzacja złota, a jego cena osiągnęła poziom 42-43 dolarów za troyuncję. W tej sytuacji doszło do rozwiązania tzw. złotego poolu i stworzono podwójny rynek złota: oficjalny między bankami centralnymi z ceną 35 dolarów za troyuncję i prywatny ze swobodnie kształtującą się ceną złota. Wiosną 1969 r. nasiliły się zaburzenia na rynku walutowym zwią-

⁶ RĄCZKOWSKI, *Międzynarodowe stosunki finansowe*, s. 294.

zane ze spekulacją na wyższą parytetu marki zachodnioniemieckiej. Ocenia się, że w tym okresie do RFN napłynęły kapitały o wartości ok. 4 mld dolarów. W dniu 8 sierpnia 1969 r. zdevaluowano franka francuskiego o 12,5%. Po dewaluacji franka nie ustały spekulacyjne naciski na wyższą kursu DM. Po zmianie ekipy rządzącej w RFN podjęto decyzję o rewaluacji DM z dniem 21 października 1969 r. Ustalono jej kurs na poziomie 1 dolar=3,66 DM, poprzedni kurs wynosił 1 dolar = 4 DM.

Rok 1970 zamknął się w USA deficytem bilansu obrotów bieżących w wysokości ok. 10 mld dol. W roku następnym sytuacja jeszcze pogorszyła się, w handlu wystąpił duży deficyt i nasilił się odpływ kapitałów krótkoterminowych. Banki centralne skupowały dolary zobowiązane do utrzymania kursów swoich walut w granicach $\pm 1\%$, co doprowadziło do wzrostu rezerwy dolarowe z 12 mld dolarów w końcu 1969 r. do 40,7 mld dolarów w sierpniu 1971 r. Rezerwy złota USA pokrywały zaledwie $\frac{1}{4}$ zadłużenia. W tej sytuacji 15 sierpnia 1971 r. rząd USA ogłosił formalne zawieszenie wymienialności dolara na złoto i tym samym zakończył się okres obowiązywania systemu dewizowo-złotego.

Tabela 1. Zmiany w poziomie deficytu bilansu obrotów bieżących USA oraz w poziomie rezerw walutowych reszty świata w latach 1969-72 (w mld dol.)

	1969	1970	1971	1972
I. Deficyt USA				
Bilans urzędowych transakcji	+2,7	-10,7	-30,5	-11,0
rezerwowych	-6,1	-4,7	-22,7	-14,7
Bilans obrotów bieżących				
II. Rezerwy				
1. Reszta świata	-0,4	+14,3	+31,3	+23,0
Ogólne rezerwy walutowe	+1,2	+14,3	+31,2	+22,7
W tym: rezerwy dewizowe				
2. Kraje „10-tki”	-2,3	+11,6	+26,1	+9,6
Ogólne rezerwy walutowe	-0,7	+10,7	+25,4	+9,5
W tym: rezerwy dewizowe				

Źródło: Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank fuer das Jahr 1972, s. 71.

Porozumienie Waszyngtońskie

Po dyskusjach w ramach tzw. Grupy Dziesięciu najbardziej rozwiniętych krajów kapitaistycznych zwołano w dniach 17-18 grudnia 1971 r. konferencję w Waszyngtonie w siedzibie Smithsonian Institution. Zawarto na niej Porozumienie Waszyngtońskie (*Smithsonian agreement*), w myśl którego kraje kapitalistyczne powróciły do kursów stałych, ale o szerokim marginesie wahań (*Realignment*). Określono nowe poziomy kursów parytetowych walut oraz zdevaluowano dolara o 7,89%, co oznaczało podniesienie urzędowej ceny złota z 35 do 38 dolarów za troyuncję. Rozszerzono także granicę wahań kursowych z $\pm 1\%$ do $\pm 2,25\%$. Wahania kursów rynkowych mogły więc następować w granicach pasma o szerokości 4,5%⁷. Dla RFN wynik Porozumienia Waszyngtońskiego stanowił bardzo duże odciążenie dla bilansu płatniczego i umożliwił Bundesbankowi prowadzenie bardziej elastycznej polityki walutowej.

Tabela 2. Zmiana kursów walutowych krajów „10-tki” po podpisaniu Porozumienia Waszyngtońskiego

Kraj	Zmiana wobec poprzedniego poziomu kursu z 10 maja 1971 r.		Przeciętne dewaluacje (-) lub rewaluacje reszty świata	
	Parytet złota	Parytet dolara	Wg bilateralnych udziałów handlowych w okresie 1967-70	Według MFW
RFN	+4,61	+13,58	+5,7	+5,1
Belgia	+2,76	+11,57	+2,1	+2,4
Holandia	+2,76	+11,57	+1,8	+2,6
Francja	0	+8,57	-0,6	-0,2
Włochy	-1,0	+7,48	-0,4	-1,0
Wielka Brytania	0	+8,57	+2,4	+1,2
Szwecja	-1,0	+7,48	-0,6	-1,0
Szwajcaria	+4,89	+13,88	+4,9	+6,3
Japonia	+7,66	+16,88	+13,6	+11,6
Kanada	0	+8,48	+5,2	+3,2
USA	-7,89	.	-8,5	-9,2

Źródło: Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1971, s. 57.

⁷ E. DRABOWSKI, Kryzys systemu walutowego w kapitalizmie, PWE, Warszawa 1975, s. 119-121.

Rozszerzenie pasma wahań kursów walutowych do 4,5% okazało się niezbyt korzystne dla krajów EWG, gdyż gospodarki tych krajów były silnie powiązane, handel wzajemny stanowił znaczącą część całego handlu, a wahania kursów walut europejskich były silniejsze niż w relacji waluty europejskie – dolar amerykański⁸. Z tych względów przyjęto założenie, że amplituda odchyłeń kursów walut krajów EWG nie powinna przekraczać $\pm 1,25\%$, czyli ustanowiono pasmo wahań o szerokości 2,5%. Natomiast w stosunku do dolara i innych walut zachowano pasmo wahań o szerokości 4,5%, w którym poruszało się węższe pasmo wahań kursów krajów EWG. Zjawisko to określano mianem „węza w tunelu”. Mechanizm ten spowodował pojawienie się na tym obszarze innych (oprócz dolara) walut interwencyjnych (głównie DM). Waluty te były dostarczane nawzajem w ramach współpracy kredytowej banków centralnych, zaś operacje w dolarach były dokonywane po wzajemnym uzgodnieniu między bankami centralnymi tak, aby zachować jednolity kurs wobec waluty amerykańskiej. W marcu 1973 r. po drugiej dewaluacji dolara „tunel” rozpadł się, a waluty zachodnioeuropejskie przeszły na solidarny floating (*joint float*) wobec dolara.

2. REWALUACJA W 1969 ROKU

Problem ponownej rewaluacji marki zachodnioniemieckiej (pierwsza miała miejsce w 1961 r.) stał się ponownie aktualny, gdy po okresie recesji w latach 1966-67 nastąpiło ogromne ożywienie koniunktury gospodarczej z objawami jej przegrzania występującymi już pod koniec 1968 r., a zwłaszcza w roku następnym. Szybki rozwój eksportu przy nienadążającym za nim imporcie, mimo wzrostu popytu wewnętrznego, spowodował bardzo duże nadwyżki w bilansie handlowym. Spowodowało to wystąpienie zjawiska importowanej inflacji. Rok 1969 charakteryzował się inflacyjnym wzrostem cen w skali dotychczas nieznaney. W dniu 24 października 1969 r. rząd federalny ustalił ważny od 27 tego miesiąca nowy parytet marki w stosunku do dolara amerykańskiego na poziomie 3,66 DM za 1 dolara, co odpowiadało wartości 0,24280 g złota ewentualnie 0,2732 dolara za 1 DM. W stosunku do starego parytetu $1\text{DM}=0,25$ dolara i 0,222168 g złota zewnętrzna wartość marki wzrosła o 9,29%, a wartość zagranicznych walut liczona w markach zmniejszyła się o 8,5%.

Przewidywanie rewaluacji, jak i fakt jej przeprowadzenia, miały określone oddziaływanie na wiele dziedzin gospodarki niemieckiej, m.in. na ruchy kapi-

⁸ K. LUTKOWSKI, *Współczesny międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 1983, s. 153.

tałów. Bilans kapitałowy za III kwartał 1969 r., a więc za okres trzech miesięcy poprzedzających zmianę kursu walutowego, wykazywał saldo aktywne w wysokości 3,7 mld DM, w przeciwieństwie do dwóch poprzednich kwartałów, kiedy saldo bilansu kapitałowego było ujemne odpowiednio na poziomie 10 mld DM i 1,3 mld DM. Oczekiwanie zmiany kursu walutowego miały wpływ zarówno na przepływy kapitału długoterminowego, jak i krótkoterminowego. Zmiany w ruchach kapitałów krótkoterminowych i długoterminowych w poszczególnych miesiącach 1969 r. przedstawione zostały w tabeli 3.

Tabela 3. Bilans kapitałowy RFN w poszczególnych miesiącach 1969 r. (w mln DM)

Rok 1969	Saldo ogólne	Kapitały długoterminowe	Kapitały krótkoterminowe
Styczeń	-6534	-1579	-4955
Luty	-1607	-2227	+620
Marzec	-2129	-1989	-140
Kwiecień	+1437	-2198	+3635
Maj	+2675	-664	+3339
Czerwiec	-5496	-1343	-4153
Lipiec	-351	-1483	+1132
Sierpień	+956	-1486	+2445
Wrzesień	+2935	-616	+3551
Październik	-4800	-2377	-2423
Listopad	-6186	-2705	-3481
Grudzień	-75	-4477	+4402

Źródło: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Marz 1970, s. 65.

Wpływ zbliżającej się rewaluacji na obroty kapitałami długoterminowymi przejawiał się w tym, iż eksport kapitału netto zmalał z 1,5 mld DM w lipcu i podobnej kwoty w sierpniu do 616 mln DM we wrześniu. Również już w poprzednich miesiącach kryzysowych (listopad 1968 r. i maj 1969 r.) znacznie zmniejszył wywóz długoterminowego kapitału netto. W całym III kwartale 1969 r. RFN wyeksportowała długoterminowe środki w wysokości 3,5 mld DM (netto), tj. o 700 mln mniej niż w II kwartale i o 2,3 mld DM mniej niż w I kwartale 1969 r. Wywóz prywatnego kapitału (netto) silnie zmniejszył się, zwłaszcza we wrześniu. Natomiast obcokrajowcy inwestowali w RFN dużo więcej niż poprzednio. W oczekiwaniu na DM-rewaluację poszukiwane były papiery wartościowe opiewające na DM (import we wrześniu tylko był prawie tak wysoki, jak w całej pierwszej połowie 1969 r.). Równocześnie zagraniczni kredytobiorcy starali się szybko spłacić zadłużenie w markach.

Szczególnie silnie zmniejszył się w ostatnich miesiącach przed rewaluacją wywóz kapitałów długoterminowych instytucji kredytowych. Podczas gdy w lipcu i sierpniu banki wyeksportowały per saldo środki długoterminowe w wysokości 1,6 mld DM (w tym 1,5 mld DM przez przyznanie zagranicy długoterminowych kredytów), we wrześniu wywóz tych środków (netto) prawie całkowicie zanikł. Silnie zredukowane w tym miesiącu udzielanie kredytów zagranicy zostało skompensowane przez kierunkowo przeciwne podejmowanie kredytów za granicą⁹. To zachowanie banków wynikało zapewne nie tylko z przewidywanej zmiany kursu walutowego, ale również z niepewności co do kształtowania się stopy procentowej po rewaluacji oraz z troski o odpowiednią płynność.

Wywóz kapitału długoterminowego netto przez przedsiębiorstwa i osoby prywatne osiągnął w III kwartale 1969 r. sumę 1,4 mld DM, tj. 2/3 kapitału wyeksportowanego w pierwszych 3 miesiącach 1969 r. Należy podkreślić, że gospodarka nie udzieliła zagranicy żadnych długoterminowych kredytów. Przeciwnie, takie kredyty zaciągnęła za granicą¹⁰. Dla zmniejszenia wywozu kapitałów długoterminowych duże znaczenie miał również fakt znacznego ograniczenia zakupów zagranicznych papierów wartościowych, przede wszystkim papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu. Na wystąpienie tego zjawiska wpływ miała zarówno przewidywana zmiana kursu marki, jak też obawy związane z ograniczeniem płynności po rewaluacji. Wywóz publicznego kapitału długoterminowego był w III kwartale niezwykle duży – ok. 700 mln DM. Główną przyczyną takiego wzrostu o ok. 600 mln DM w porównaniu z poprzednim kwartałem było udzielenie Wielkiej Brytanii przez rząd RFN pożyczki w wysokości 500 mln DM (sierpień 1961 r.)¹¹.

W ruchu kapitałów krótkoterminowych, które szczególnie silnie ulegały spekulacyjnym wpływom, doszło w III kwartale (jak można było się spodziewać) do wysokiego napływu środków. Włączając saldo błędów i opuszczeń bilansu płatniczego (*Restpostens*)¹², wynosił on 9,5 mld DM, z czego prawie 5 mld DM przypadało na miesiąc wrzesień. Mniej niż połowa całej kwoty 9,5 mld DM wpłynęła do banków, przy czym zarówno w lipcu, jak i w sierpniu banki repatriowały swoje krótkoterminowe lokaty zagraniczne (ogółem 3,5 mld DM netto), a od sierpnia wzrosły również zagraniczne zobowiązania banków. Tylko we

⁹ Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, November 1969, s. 36.

¹⁰ Tamże, s. 36.

¹¹ Tamże, s. 36.

¹² Pozycja ta odzwierciedla nieujęte statystycznie przepływy kapitałowe (np. część przepływów kapitałowych między centralami przedsiębiorstw międzynarodowych a ich filiami zagranicznymi lub przepływy kapitałowe nielegalne), zwłaszcza krótkoterminowe.

wrześniu krótkoterminowe zagraniczne pasywa niemieckich instytucji kredytowych wzrosły o 1,9 mld DM, z drugiej strony dzięki zaproponowanemu przez Bundesbank relatywnie taniemu zabezpieczeniu kursowemu i dzięki zwiększeniu płynności na krajowym rynku pieniężnym, wyeksportowały one w tym samym miesiącu kapitał o podobnej wysokości¹³.

Podobnie jak przy fali spekulacji w maju, kiedy spodziewano się zmiany kursu marki, również we wrześniu większa ilość kapitałów z zagranicy wpłynęła do sektora przedsiębiorstw niż do banków (ok. 4,4 mld DM wobec 800 mln DM w lipcu i sierpniu). Około 3,1 mld DM z tej kwoty przypadała na podjęte za granicą kredyty finansowe, przy czym wzrosły głównie DM-zobowiązania (o 2,8 mld DM), podczas gdy zobowiązania w walutach obcych wzrosły zaledwie o 260 mln DM¹⁴.

Tabela 4. Obroty kapitałów krótkoterminowych w 1969 r. (w mld DM)

	I-III kwartał	IV kwartał
1. Przedsiębiorstwa ogółem	+16,3	-14,9
Podjęcie (+) lub spłacenie (-) krótkoterminowych kredytów finansowych	+5,3	-5,5
Saldo błędów i opuszczeń bilansu płatniczego (Restopasten)	+11,0	-9,4
	+2,9	-0,8
2. Instytucje kredytowe wzrost (+) spadek (-) krótkoterminowych zagranicznych zobowiązań instytucji kredytowych	+19,2	-15,7
3. Ogólnie- obroty kapitału krótkoterminowego		

Źródło: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Februar 1970, s. 37.

Z danych zawartych w tabeli 4 wynika, iż od początku 1969 r. do końca września napłynęło do RFN różnymi kanałami ok. 19,2 mld DM kapitałów krótkoterminowych. Po przejściu do nowego parytetu środki te (głównie w grudniu) częściowo odpłynęły. Do końca grudnia odwołano z RFN 15,7 mld DM lub użyto do zapłaty za uzyskane w tym samym czasie towary. W zasadzie dotyczyło to przede wszystkim środków, które wpłynęły poprzednio bezpośrednio do przedsiębiorstw (15 mld DM). Dokładniejsze dane statystyczne uwzględniają tylko kredyty finansowe zaciągnięte lub spłacone przez przedsiębiorców wobec zagranicy. Z tytułu tych kredytów finansowych odpłynęło z RFN w IV kwartale 1969 r. ok. 5,5 mld DM. Z tej sumy 3,2 mld DM przypada tylko na grudzień¹⁵.

¹³ Tamże, s. 37.

¹⁴ Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, November 1969, s. 37.

¹⁵ Tamże.

W przeważającej liczbie przypadków chodziło o powrót pieniędzy, które zagraniczne spółki macierzyste ulokowały przed rewaluacją w swoich niemieckich filiach. Natomiast przetrzymywane w bankach pieniądze zagraniczne w znacznym stopniu tam pozostały. Krótkoterminowe zobowiązania niemieckich instytucji kredytowych zmniejszyły się w październiku i listopadzie tylko o 800 mln DM, a w grudniu wzrosły ponownie.

W całym IV kwartale w sektorze bankowym zaznaczył się napływ środków w wysokości 4,5 mln DM. Złagodziło to jednostronne uszczuplenie rezerw walutowych Bundesbanku w drodze odpływu dewiz będących w posiadaniu przedsiębiorstw. Udział banków komercyjnych w pokryciu deficytu dewizowego nie trwał jednak długo, głównie z powodu dalszego podwyższania krótkoterminowych zagranicznych lokat i mniejszego wzrostu zobowiązań. W I kwartale 1971 r. w sektorze bankowym miał jeszcze miejsce napływ środków, ale w dużo mniejszym stopniu niż w ostatnim kwartale 1969 r. W tym samym okresie pojawiły się (po wysokich odpływach) również pewne nadwyżki w obrębie sektora przedsiębiorstw.

Jeżeli chodzi o obroty kapitałów długoterminowych po rewaluacji marki, to dużą zmianą w tym zakresie był wzrost wywozu tego kapitału za granicę. W ostatnim miesiącu, w którym obowiązywał jeszcze poprzedni kurs walutowy, zmalał on do 616 mln DM, a następnie wzrastał skokowo, osiągając w październiku 2,4 mld DM, w listopadzie 2,7 mld DM, a w grudniu 4,4 mld DM. Eksport kapitału zwiększyły silnie przede wszystkim instytucje finansowe – z 30 mln DM (netto) w okresie wrześniowych niepokojów walutowych do 1,0 mld DM w październiku, 1,2 mld DM w listopadzie i ok. 2,4 mld DM w grudniu. Wzrost ten był określany głównie przez długoterminowe kredyty udzielone zagranicy w IV kwartale w wysokości blisko 4 mld DM (1,5 mld DM w III kwartale)¹⁶. W ostatnich trzech miesiącach 1969 r. również przedsiębiorcy i prywatne gospodarstwa domowe w dużym stopniu eksportowali swój kapitał za granicę. Ogółem niemieckie lokaty za granicą wzrosły w IV kwartale o 7,4 mld DM.

Trudno jest odpowiedzieć na pytanie, jak duża część wywozu kapitału zależała od kształtowania się stopy procentowej w RFN i za granicą, ale większość środków została zainwestowana w zagranicznych papierach wartościowych. Zakupy zagranicznych papierów wartościowych w RFN w ciągu całego IV kwartału zwiększyły się o 2,5 mld DM. Odpływ środków w drodze transakcji papierami wartościowymi został umocniony jeszcze przez to, iż zagranica silnie zmniejszyła zakup niemieckich papierów wartościowych (szacuje się, że

¹⁶ Tamże, s. 37.

o ok. 900 mln DM). Wprawdzie częściową przyczyną tego zjawiska mogła być realizacja zysków z tytułu zmiany kursu, ale w większości wypadków zadecydowała różnica między oprocentowaniem krajowych i zagranicznych lokat.

Duże zmiany nastąpiły również w obrębie inwestycji bezpośrednich. Zagraniczne inwestycje bezpośrednie na terenie RFN wzrosły w ostatnim kwartale roku o zaledwie 47 mln DM, dużo mniej niż w kwartale poprzednim. Natomiast nowe niemieckie inwestycje za granicą silnie wzrastały zarówno w IV kwartale (o 700 mln DM), jak i później na początku 1970 r. Również przy pozostałych pozycjach obrotów prywatnych kapitałów długoterminowych miał miejsce ich eksport. W ostatnim kwartale 1969 r. zwiększył się także eksport długoterminowego kapitału sektora publicznego. Wyniósł on 855 mln DM wobec 707 mln w poprzednim kwartale. Główną przyczyną eksportu kapitału państwowego były kredyty dla krajów rozwijających się.

Ogólny, prywatny i państwowy eksport kapitału długoterminowego netto wynosił w IV kwartale 9,6 mld DM i był prawie 3-krotnie większy niż w ciągu trzech miesięcy poprzedzających rewaluację. W miesiącach od stycznia do kwietnia 1970 r. wywóz ten zmalał do 4,7 mld DM. W styczniu wynosił on jeszcze 2,1 mld DM, w kwietniu natomiast spadł do 700 mln DM, a w III kwartale zaczął przeważać już przywóz kapitałów długoterminowych nad wywozem. Najsilniej zmniejszyły wywóz kapitału długoterminowego banki (z 1,6 mld DM przeciętnie w IV kwartale do 1 mld DM w styczniu i 0,4 mld DM w marcu). Banki kupowały w tym czasie mniej papierów wartościowych, zredukowały również kredyty (netto) udzielone zagranicy z 4,3 mld DM w ostatnim kwartale 1969 r. do 1,5 mld DM w miesiącach styczeń-kwiecień¹⁷. Duży wpływ na takie postępowanie banków miało zmniejszenie płynności i zahamowanie zagranicznego popytu na kapitał na skutek wzrostu stopy procentowej w RFN. Zmniejszenie odpływu środków potęgował wzrost zakupów niemieckich papierów wartościowych przez obcokrajowców.

W okresie styczeń-kwiecień 1970 r. utrzymała się natomiast tendencja wzrostowa niemieckich inwestycji bezpośrednich za granicą, która pojawiła się już w ostatnim kwartale 1969 r. W tym okresie zagraniczne niemieckie inwestycje bezpośrednie wzrosły, a zagraniczne inwestycje bezpośrednie w RFN zmalały tak, że w sumie w zakresie tych inwestycji nastąpił eksport kapitału.

Analiza ruchu kapitału między RFN a zagranicą w okresie kilku miesięcy przed i po rewaluacji w 1969 r. nasuwa wnioski podobne do tych, które

¹⁷ Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juni 1970, s. 40.

występowały już w przypadku pierwszej rewaluacji. A więc przed rewaluacją – silny napływ środków o charakterze krótkoterminowym, zmniejszenie eksportu kapitału długoterminowego w przeciwieństwie do silnego wzrostu jego importu, szczególnie w formie transakcji papierami wartościowymi. Natomiast po rewaluacji – powrót części kapitałów krótkoterminowych za granicę (przede wszystkim z sektora niebankowego), wzrost eksportu prywatnego kapitału długoterminowego zarówno w zakresie transakcji papierami wartościowymi, jak i inwestycji bezpośrednich oraz kredytów i pożyczek. Długotrwałość tych poszczególnych skutków rewaluacji była bardzo różna i zależała od wielu innych aktualnych wówczas czynników. Przyczyniły się one jednak niewątpliwie do tego, że w 1969 r. wystąpił olbrzymi odpływ kapitałów z RFN w wysokości 19 mld DM, przede wszystkim dzięki podwojeniu w stosunku do 1968 r. wywozu kapitału długoterminowego. Ruch kapitału krótkoterminowego wykazał w ciągu roku duże wahania – początkowo napływy, później nie mniej duże odpływy. Wynikiem tego był import kapitałów w wysokości 4 mld DM.

W miarę upływu czasu, wpływ rewaluacji na zmniejszenie importu kapitałów do RFN malał, ustępując miejsca innym czynnikom polityki kredytowo-pieniężnej. W 1970 r. tylko w pierwszych miesiącach doszukać się można jeszcze malejącego wpływu rewaluacji na ruchy kapitałów. W 1970 r. ponownie pojawiły się olbrzymie nadwyżki w bilansie kapitałowym RFN.

3. REWALUACJA W 1971 ROKU

Problem kolejnej rewaluacji marki zachodnioniemieckiej wystąpił w 1971 r., w kilka miesięcy po przejściu do zmiennych kursów walutowych. Przyczyna przejścia do zmiennych kursów walutowych leżała w tym, że w warunkach silnego napływu spekulacyjnych kapitałów eurodolarowych do RFN przy stałym kursie waluty tego kraju, Bundesbank był zobowiązany nie dopuścić do wzrostu kursu marki ponad określony pułap i w tym celu musiał skupować dolary. Nie mogło to jednak trwać w nieskończoność. Ponadto, jeżeli kurs marki mimo interwencji Bundesbanku stale rósł, groziło to faktyczną, a potem ewentualnie formalną rewaluacją marki. Ponieważ RFN chciała takiej konieczności uniknąć, Bundesbank wprowadził w maju 1971 r. płynny kurs marki. Postanowienie to doprowadziło do rewaluacji marki wobec dolara amerykańskiego, która w pierwszym dniu stosowania kursu zmiennego wynosiła 3,8%, w połowie sierpnia osiągnęła 8% oraz wzrosła do końca listopada i początku grudnia do 10,6%.

Ponieważ od połowy sierpnia wzrastały również kursy walutowe wobec dolara wielu innych walut, stawka rewaluacji DM wobec najważniejszych partnerów handlowych RFN już nie zwiększała się. W dniu 10 grudnia 1971 r. stawka rewaluacji marki wobec 15 krajów z urzędowymi notowaniami walutowymi we Frankfurcie/Main wynosiła 6% w porównaniu z 6,1% w dniu 13 sierpnia 1971 r.

Okresem niepewności co do kursów walutowych zakończyła się Konferencja Walutowa w Waszyngtonie 17-18 grudnia 1971 r. RFN, jak i wszystkie kraje wysoko rozwinięte powróciły do stałych kursów walutowych z rozszerzoną skalą wahań. W trakcie konferencji w Waszyngtonie dokonano również zmiany relacji marki do dolara z 3,66 do 3,2225 DM za 1 dolara amerykańskiego¹⁸. Zmiana ta nie była tylko wynikiem rewaluacji marki, lecz także równoczesnej dewaluacji dolara¹⁹. Te dramatyczne, polityczno-walutowe wydarzenia z 1971 r. pozostały oczywiście nie bez wpływu na ruch kapitałów między RFN i zagranicą. Najbardziej podatne na wszelkie zmiany były kapitały krótkoterminowe. Pierwsza faza charakteryzowała się wysokim napływem krótkoterminowych kapitałów do RFN. Wprawdzie zaczęła się ona już w 1970 r., ale sytuacja zaostrzyła się na wiosnę 1971 r. Napływy miały miejsce przede wszystkim w sektorze przedsiębiorstw, podczas gdy instytucje kredytowe eksportowały swój kapitał za granicę (w I i II kwartale – ok. 8,5 mld DM). Do niemieckich przedsiębiorstw napłynęło w pierwszych pięciu miesiącach 1971 r. około 7,5 mld DM w drodze zaciągania zarejestrowanych kredytów finansowych, a poprzez nie zarejestrowane transakcje kredytowe (co odzwierciedla saldo błędów i opuszczeń) dalsze 13 mld DM, ogółem więc 20 mld DM²⁰.

Obraz ruchu kapitału krótkoterminowego zmienił się po upłynięciu kursu walutowego marki. Napływ pieniądza do niemieckich przedsiębiorstw został zahamowany, a nawet doszło do silnego wywozu kapitału netto (w III kwartale odpłynęło 4,2 mld DM, w IV kwartale 3,8 mld DM). Od czerwca do grudnia niemieccy przedsiębiorcy zwrócili zagranicy kredyty finansowe w wysokości 8 mld DM, a w miesiącach od czerwca do października obniżyli swoje zobowiązania opiewające na 5 mld DM, jak również zobowiązania krótkookresowe w walutach obcych, które powstały na ogół z powodu zabezpieczenia kursowego.

¹⁸ W.M. SCAMMELL, *International Monetary Policy: Bretton woods and after*, Macmillan, London 1975.

¹⁹ Geschäftsberichte der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1971, s. 105.

²⁰ Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Dezember 1971, s. 44.

Również przy pozycji błędów i opuszczeń w bilansie płatniczym przeważały od czerwca do grudnia salda pasywne, aczkolwiek nie na wysokie kwoty²¹.

Tempo odpływu kapitału krótkoterminowego z sektora niebankowego osłabło w okresie sierpień/wrzesień, kiedy inne kraje przeszły do zmiennych kursów i zrewalutowały swoje waluty względem dolara. Wprowadzenie kursów zmiennych przez inne kraje zmniejszyło możliwości osiągnięcia w przyszłości zysków spekulacyjnych. W przeciwieństwie do przedsiębiorstw banki po przejściu do zmiennych kursów walutowych zastąpiły eksport środków pieniężnych w wysokości 4,5 mld DM w pierwszym i 4,1 mld DM w II kwartale, importem w wysokości 1,7 mld DM w III i 8,1 mld DM w IV kwartale 1971 r. Pod wpływem tego rozległego importu kapitału netto banków komercyjnych bilans kapitałów krótkoterminowych zamknął się napływem środków w wysokości 4,1 mld DM, podczas gdy w poprzednich kwartałach przeważał odpływ kapitałów.

Po konferencji w Waszyngtonie, na której zmieniono relację kursu marki do dolara i ponownie wprowadzono stałe kursy walutowe, w pierwszych miesiącach 1972 r. sytuacja zmieniła się zarówno w zakresie transakcji pieniężnych banków komercyjnych, jak również krótkoterminowego ruchu kapitałów w sektorze przedsiębiorstw. Statystycznie ujęty odpływ krótkoterminowych kapitałów netto w pierwszym kwartale 1972 r. wynosił 7,5 mld DM, z tego około 4 mld DM przypadało na styczeń głównie z przyczyn sezonowych (w szczególności ponowne ulokowanie środków za granicą, które banki komercyjne repatriowały, jak również spłaty zaciągniętych wcześniej krótkoterminowych kredytów bankowych).

W tym okresie z sektora bankowego odpłynęło w postaci lokat pieniężnych za granicę i na skutek obniżki zagranicznych zobowiązań ogółem 7 mld DM. W następnym kwartale 1972 r. miejsce tego wysokiego eksportu zajął już ponownie import środków z zagranicy (2,2 mld DM), który utrzymał się już do końca 1972 r. Natomiast przedsiębiorcy w pierwszym kwartale 1972 r., podobnie jak w końcu roku ubiegłego, eksportowali nadal swoje krótkoterminowe kapitały, jednak już w ilości zmniejszonej do połowy. Podobną ilość ok. 1,5 mld DM wyeksportowali również w II (kolejnym) kwartale 1972 r. Odpływy kapitałów z sektora bankowego i przedsiębiorstw spowodowały wystąpienie ujemnego salda bilansu kapitałów krótkoterminowych w I kwartale 1971 r., w następnym doszło już do ich odpływu.

Podczas gdy bilans kapitałów krótkoterminowych za cały 1971 r. zamknął się importem w wysokości ok. 7,4 mld DM, w całym 1972 r. (po raz pierwszy od

²¹ Tamże, s. 44.

1967 r.) doszło do odpływu krótkoterminowych środków za granicę w wysokości 5,2 mld DM. Do takiego wyniku w 1972 r. przyczyniło się podejmowanie przez Bundesbank środków zmniejszających skłonność do importu pieniądza (np. tzw. depozyty specjalne nazywane systemem Bardepot²², zwiększenie minimalnych rezerw zagranicznych zobowiązań banków), niż wpływ rewaluacji na bilans kapitałowy kraju. Wydarzenia z 1971 r. miały także niewątpliwie wpływ na obroty kapitału długoterminowego między RFN a zagranicą. Jeszcze w 1969 r. wywóz kapitału długoterminowego wynosił prawie 23 mld DM. Po rewaluacji marki jesienią 1969 r. zanikł i już od lata 1970 r. doszło do importu kapitału netto, który od tego czasu był uwarunkowany przez świadomy zwrot USA, polegający na odejściu od polityki taniego pieniądza oraz polityki stopy procentowej ciągle wyższej w RFN niż na międzynarodowych rynkach kredytowych.

Wysoki import kapitału długoterminowego utrzymał się również w 1971 r. W pierwszych trzech kwartałach miała miejsce tendencja wzrostowa (odpowiednio 0,3 mld DM, 2 mld DM i 3 mld DM). W IV kwartale nastąpił spadek importu do 1,2 mld DM. Decydujące znaczenie dla osłabienia importu kapitałów długoterminowych miało zmniejszenie kredytów zaciągniętych za granicą przez banki komercyjne. Przywóz kapitałów przez przedsiębiorców i gospodarstwa domowe również obniżył się, ale nie tak silnie, jak w przypadku banków. Przede wszystkim mniej pożyczano za granicą (0,3 mld DM w IV kwartale wobec 1,1 mld DM i 1,2 mld DM w II i III kwartale)²³. W przeciwieństwie do tego w ciągu kolejnych miesięcy 1971 r. coraz silniej napływały do RFN środki z tytułu inwestycji bezpośrednich: w I kwartale ok. 500 mld DM, w II kwartale podobna kwota, w III 1,1 mld DM, w IV już 1,2 mld DM. Było to najwyższym wynikiem kwartalnym od połowy 1966 r. Natomiast wzrost niemieckich inwestycji zagranicznych utrzymywał się w ciągu całego roku na niezbyt wysokim poziomie: przeciętnie 500 mld DM.

Również w zakresie transakcji papierami wartościowymi przeważały napływy kapitałów, ponieważ w ciągu całego roku, a zwłaszcza w ostatnim kwartale, obcokrajowcy zwiększyli zakupy niemieckich papierów wartościowych, natomiast w kraju zmniejszono zakupy zagranicznych papierów wartościowych. Podobnie jak w latach poprzednich, do zmniejszenia dodatniego salda bilansu

²² Polegał on na tym, że przy określonych kredytach zaciąganych za granicą przez przedsiębiorstwa, a także w pewnych wypadkach przez banki, musiał być utrzymany w Bundesbanku wolny od oprocentowania depot w wysokości odpowiadającej określonemu procentowi pożyczki, co znacznie podwyższało efektywne koszty zaciągniętego za granicą kredytu.

²³ Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Februar 1972, s. 37.

kapitałowego przyczynił się eksport kapitałów długoterminowych z sektora publicznego, głównie w formie pomocy finansowej dla krajów rozwijających się.

Po rewaluacji w grudniu 1971 r. import kapitału długoterminowego znacznie wzrósł. Ogółem napływ netto długoterminowych środków wyniósł w I kwartale 1972 r. 4,8 mld DM, a w następnym wzrósł aż do 5,8 mld DM. W II połowie roku tendencja ta osłabiła się, a w następnych miesiącach doszło już do eksportu kapitału. Głównym źródłem importu kapitałów długoterminowych były transakcje papierami wartościowymi. W ciągu I połowy 1972 r. poprzez transakcje papierami wartościowymi napłynęły do RFN środki w wysokości 7,8 mld DM. Z tej kwoty 6,2 mld DM przypadało na zakupy przez obcokrajowców niemieckich papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu. Obok papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu zagraniczni inwestorzy zakupili również na sumę 1,6 mld DM niemieckie akcje i certyfikaty inwestycyjne. Napływ środków z tytułu transakcji papierami wartościowymi był zasilany przez duży spadek zakupów zagranicznych papierów wartościowych w kraju. W II połowie roku inwestycje portfelowe w RFN bardzo zmalały.

W porównaniu z transakcjami papierami wartościowymi, pozostały ruch kapitałów długoterminowych utrzymywał się w relatywnie wąskich granicach. Spowodował on również w okresie od stycznia do czerwca import kapitału netto, który polegał głównie na zaciąganiu zagranicznych kredytów długoterminowych i wzroście nowych zagranicznych inwestycji bezpośrednich w RFN, ponad przyrost niemieckich inwestycji bezpośrednich za granicą (mimo to, że napływ środków z tytułu zagranicznych inwestycji bezpośrednich w porównaniu z ostatnimi miesiącami 1971 r. silnie zmalał). Jak już wspomniano, napływ kapitałów długoterminowych w miarę upływu 1972 r. malał, osiągając w IV kwartale saldo ujemne²⁴. Ogółem jednak w całym roku do RFN napłynęły długoterminowe środki w wysokości 12,6 mld DM, a więc 2-krotnie więcej niż w 1971 r.

Analiza przepływów kapitałów w 1971 r. pod kątem oddziaływania na nie rewaluacji marki jest utrudniona ze względu na duży wpływ innych wydarzeń czy środków polityki pieniężno-kredytowej zastosowanych w tym roku. Duże znaczenie dla ruchów kapitałów RFN w 1971 r. miało chwilowe upłynnienie kursu marki. Tak się złożyło, że miało ono miejsce właśnie przed rewaluacją. Dla okresu przed upłynnieniem kursu marki charakterystyczny był duży napływ kapitałów krótkoterminowych, ale tylko w sektorze przedsiębiorstw. W okresie między upłynnieniem kursu a rewaluacją zahamowany został silny dopływ

²⁴ Decydujące znaczenie dla tej zmiany miało wprowadzenie ograniczenia na zakup przez obcokrajowców niemieckich papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu.

pieniądza krótkoterminowego do sektora przedsiębiorstw i pojawił się silny ich odpływ. W tym czasie banki w przeciwieństwie do przedsiębiorstw zwiększyły swój import kapitałów, zwłaszcza właśnie w ostatnim kwartale roku. Na skutek tego importu banków, okres przed rewaluacją charakteryzował się nadwyżką wpływów krótkoterminowych środków nad ich odpływem. W krótkim okresie po rewaluacji środki te powróciły za granicę, ale nie na długo. Równocześnie przedsiębiorcy nadal kontynuowali występujący przed rewaluacją eksport kapitałów, aczkolwiek w mniejszych rozmiarach i tylko do połowy 1972 r. Dla kapitałów długoterminowych znamieny był nagły spadek zagranicznych lokat w RFN w IV kwartale 1971 r. (z wyjątkiem inwestycji bezpośrednich) i ponowny ich wzrost w pierwszych miesiącach 1972 r., głównie w formie transakcji papierami wartościowymi (zmały natomiast inwestycje bezpośrednie). W miarę upływu czasu, przewagę nad importem kapitału brał jego eksport. Sektor publiczny tradycyjnie już, czy to przed rewaluacją czy po niej, eksportował swój kapitał w mniej więcej stałych kwotach.

4. REWALUACJA W 1973 ROKU

Kolejne dwie rewaluacje marki zachodnioniemieckiej miały miejsce w 1973 r. w okresie ogromnych zmian walutowych w gospodarce światowej. Korekty kursów walutowych ustalone na Konferencji Waszyngtońskiej w 1971 r. nie przywróciły zaufania do dolara. W 1972 r. wystąpił ponowny deficyt amerykańskiego bilansu płatniczego. Dolary napływały w ogromnych ilościach do Europy, a ich nadmierna podaż spowodowała obniżenie kursu dolara wyrażonego w innych walutach. Właściciele dolarów, przewidując lub obawiając się dalszego spadku kursu tej waluty, wyzbywali się jej, dokonując gwichłów na waluty uważane za pełnowartościowe, tj. takie, których rewaluacja wydawała się mało prawdopodobna, a więc głównie na marki zachodnioniemieckie. Notowania dolara w RFN obniżyły się poniżej punktu interwencyjnego i Bundesbank musiał od 1 do 9 lutego 1973 r. zakupić ok. 6 mld dol. o równowartości 18,5 mld DM. Administracyjne środki podjęte przez rząd RFN na początku lutego 1973 r. w celu osłabienia napływu zagranicznych środków (m.in. obowiązek uzyskania zezwolenia na zaciągnięcie kredytu za granicą lub na sprzedaż niemieckich papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu obcokrajowcom) okazały się bezsku-

teczne, ponieważ zaufanie do dolara było zachwiane na skalę światową²⁵. Doszło do zamknięcia giełd pieniężnych i przed ich ponownym otwarciem dolar amerykański został zdewaluowany o 10% wobec DM oraz innych ważnych walut na świecie (12-13 II 1973 r.). Jednak zaufanie do nowych relacji kursowych pozostało nietrwałe, tak że na nowo zaczęła się ucieczka od dolara. W dniu 1 marca 1973 r. Bundesbank musiał ponownie zakupić dolary o równowartości 7,5 mld DM. Nowy kryzys walutowy został zażegnany w ten sposób, że kraje rozwinięte, które dotąd (inaczej niż Kanada, Wielka Brytania, Szwajcaria, Włochy i Japonia) jeszcze pozostawały przy stałych kursach walutowych, upłynniły kursy swoich walut względem dolara. Oprócz tego 6 członków EWG (Belgia, Dania, RFN, Francja, Luksemburg i Holandia) oraz Norwegia i Szwecja zdecydowały się na wprowadzenie tzw. grupowego floatingu, czyli systemu falujących kursów walutowych. System ten zakładał stałe kursy między krajami członkowskimi europejskiego węża walutowego, ale wspólny floating na zewnątrz, głównie w stosunku do dolara. Ażeby ułatwić start temu wężowi, tzw. nie dopuścić do tego, aby kurs średni tych walut nie kształtował się dla nich w sposób niewygodny (tj. zbyt wysoko), rząd RFN postanowił zrewaloryzować markę o 3% (11 marzec 1973 r.). Przy czym po raz pierwszy kurs walutowy marki ustalono w stosunku do SDR (Specjalnych Praw Ciągnięcia) na poziomie $1\text{DM}=0,294389\text{ SDR}$ ²⁶.

W pierwszych tygodniach po zwolnieniu Bundesbanku z obowiązku interwenuowania zewnętrzna wartość marki wobec dolara zmieniała się względnie niewiele, natomiast w maju doszło do silnej rewaluacji marki. Stawka rewaluacji wobec dolara osiągnęła na początku czerwca w porównaniu z kursem z końca 1972 r. wysokość 41%. W następstwie tego marka została najsilniejszą walutą wewnątrz „węża walutowego”. Bundesbank musiał skupywać w dużych ilościach dewizy, mimo że wspierane były tylko waluty uczestników Blockfloatingu, a nie dolar amerykański. Aby zmienić sytuację, rząd RFN postanowił 29 czerwca 1973 r. po raz drugi zrewaloryzować markę o 5%, przez co zewnętrzna wartość DM wobec walut Blockfloatingu w końcu czerwca 1973 r. w porównaniu do struktury kursów z końca 1972 r. poprawiła się o 12%. W stosunku do dolara postanowienie to było bez znaczenia, ponieważ kurs DM wobec dolara tworzył się w sposób elastyczny i faktycznie nie znajdował się pod wpływem rewaluacji. Rata rewaluacyjna marki wobec głównych walut wynosiła w końcu czerwca 23%. Po pewnym uspokojeniu w miesiącach sierpień i wrzesień, na jesieni 1973 r.

²⁵ *Fifty years of the Deutsche Mark: Central Bank and the currency in Germany Since 1948*, Oxford University Press, New York 1999.

²⁶ Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, März 1974, s. 37.

doszło w następstwie kryzysu naftowego do korekty struktury kursów walutowych w kierunku odwrotnym, ponieważ dolar zaczął być wyżej ceniony, niż waluty krajów europejskich bardziej uzależnione od arabskiej ropy. Do początku 1974 r. rata rewaluacyjna marki wobec dolara, w porównaniu z kursem z końca 1972 r. spadła do 12% , a wobec całego świata do 9%.

Wszelkie zmiany dotyczące zewnętrznej wartości marki znalazły swoje odbicie w ruchach kapitałów między RFN a zagranicą. Analizując dane statystyczne dotyczące ruchu kapitałów krótkoterminowych można zauważyć, że statystycznie ujęty ruch kapitałów krótkoterminowych w pierwszych czterech miesiącach 1973 r. wykazywał bardzo duże wahania. Po sezonowych głównie odpływach w styczniu (2,7 mld DM), w miesiącach kryzysowych (luty i marzec) nastąpił napływ środków w wysokości 8,3 mld DM²⁷. Kapitały te odpłynęły częściowo w następnych miesiącach, o ile nie przekształciły się w długoterminowe lokaty pieniężne w RFN. Podobnie silne wahania wykazywały również statystycznie nieujęte ruchy kapitałów w sektorze przedsiębiorstw. Saldo błędów i opuszczeń bilansu płatniczego, które odzwierciedlało w przybliżeniu te przepływy, w styczniu było aktywne na kwotę 2,7 mld DM (głównie z przyczyn sezonowych), ale nadwyżki w wysokości 10 mld DM w miesiącach luty i marzec miały swoje źródło głównie w napływie pieniędzy do sektora przedsiębiorstw na skutek oczekiwań związanych ze zmianą kursów walut. W kwietniu osłabło się aktywne saldo błędów i opuszczeń do 0,5 mld DM²⁸. Kwartalne dane pokazują, że z tytułu zarejestrowanych udzielonych i spłaconych przez przedsiębiorstwa kredytów finansowych i handlowych, również w I kwartale doszło do silnego napływu środków w wysokości ok. 4,3 mld DM. Import ten utrzymywał się w następnych kwartałach, ale już nie w tak dużych rozmiarach.

Przez ruchy kapitałów w sektorze bankowym (w lutym i marcu) napłynęło do RFN 8,5 mld DM, z tego 7,5 mld DM miało swoje źródło w zwiększeniu zagranicznych zobowiązań, w szczególności w DM (6,0 mld DM) oraz 1,0 mld DM w zmniejszeniu wierzytelności. Bezpośredni import kapitału z USA wynosił 400 mln DM, dużo wyższe były natomiast napływy z niektórych krajów europejskich, głównie z Wielkiej Brytanii, Szwajcarii, Belgii i Luksemburga. W okresie od połowy marca do końca maja środki te w pewnej części powróciły za granicę, ale największa ich część została wykorzystana na płatności na rzecz krajowych przedsiębiorstw lub na zakup długoterminowych DM-aktywów²⁹.

²⁷ Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juni 1973, s. 42.

²⁸ Tamże, s. 44.

²⁹ Tamże, s. 44.

W kwietniu i maju marka wobec dolara i wobec walut krajów uczestniczących w Blockfloatingu była relatywnie słaba. W szczególności słabość marki wobec większości walut krajów uczestniczących w Blockfloatingu świadczyła o tym, że w tym okresie odpływy kapitału z RFN były większe niż nowe przyprływy. Bilans kapitałów krótkoterminowych za ten okres miał saldo ujemne (6 mld DM), przede wszystkim dzięki rozległemu eksportowi kapitału z sektora bankowego. W końcu czerwca i lipca, kiedy marka silnie umocniła się wewnątrz węża walutowego, a następnie została zrewaluowana o 5,5%, i kiedy Bundesbank w ramach Blockfloatingu wspierał chwilowo inne partnerskie waluty, doszło ponownie do napływu środków pieniężnych z zagranicy do banków niemieckich. W lipcu wynosiły one 1,5 mld DM. W sierpniu, na skutek napiętej sytuacji na rynkach dewizowych i wobec dobrej płynności rynku pieniężnego, doszło ponownie do odpływu pieniędzy z sektora bankowego.

Statystycznie ujęte transakcje kapitałami krótkoterminowymi przedsiębiorstw nie wykazywały w tym okresie dużych zmian. Od maja do lipca (*per saldo*) przeważały odpływy. Godna uwagi jest natomiast ta część kapitałów, co do której nie można dokładnie powiedzieć, na podstawie jakich transakcji doszły one do skutku. Obroty te objęte zostały przez saldo błędów i opuszczeń, które od maja do lipca 1973 r. było aktywne (analiza napływu kapitałów) w wysokości 9 mld DM³⁰. We wrześniu w następstwie rewaluacji guldena holenderskiego pojawiły się na nowo zakłócenia na rynkach dewizowych, w czasie których Bundesbank interweniował w ramach Blockfloatingu. Związany z tym napływ środków do banków w następnych miesiącach ustał, a nawet przerodził się w odpływ. W okresie lipiec-październik miał miejsce w sektorze bankowym odpływ środków w wysokości 500 mld DM³¹.

Transakcje kapitałami krótkoterminowymi przedsiębiorstw, które obejmowały przede wszystkim zaciągnięte za granicą oraz udzielone zagranicy krótkoterminowe kredyty finansowe, były niewielkie w porównaniu z transakcjami bankowymi. Od sierpnia do października zadłużenie z tytułu tych kredytów zmniejszyło się o 500 mld DM. Ogółem jednak krótkoterminowe zagraniczne zadłużenie sektora przedsiębiorstw nie zmniejszyło się, tylko dalej rosło. Saldo błędów i opuszczeń od sierpnia do października było aktywne, co było oznaką nierozdzielonego napływu kapitałów z zagranicy w wysokości 3,2 mld DM³². W październiku i listopadzie, kiedy osłabił się kurs marki, a kurs dolara umocnił

³⁰ Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, September 1973, s. 40.

³¹ Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Dezember 1973, s. 24.

³² Tamże, s. 26.

się oraz Euro-DM stopa procentowa wzrosła, doszło do eksportu kapitałów z banków. W całym 1973 r. poprzez transakcje sektora bankowego odpłynęło za granicę 5 mld DM. Ruch kapitałowy sektora przedsiębiorstw w końcu roku, podobnie jak w poprzednich miesiącach, nie wykazywał dużych zmian. W miesiącach październik-grudzień miał miejsce odpływ kapitałów z tytułu kredytów finansowych oraz 2-krotnie większy napływ do niego w zakresie kredytów handlowych. Przy statystycznie nieuwjętych transakcjach kredytowych przedsiębiorstw przeważały pod koniec 1973 r. spłaty kredytów. Świadczył o tym fakt, że saldo błędów i opuszczeń było pasywne (oznaka odpływu kapitałów) w wysokości 3,3 mld DM³³. W całym 1973 r. ruchy kapitałów krótkoterminowych w sektorze przedsiębiorstw charakteryzowały się wysoką nadwyżką w kwocie blisko 8,7 mld DM (bez salda błędów i opuszczeń bilansu płatniczego). Po saldowaniu dopływów środków krótkoterminowych sektora przedsiębiorstw z ich odpływami z sektora instytucji kredytowych oraz sektora publicznego bilans ruchu kapitałów krótkoterminowych za cały 1973 r. wykazywał import w wysokości 3,4 mld DM, gdy w roku poprzednim podobna suma odpłynęła za granicę.

Inaczej przedstawiał się w 1973 r. obrót kapitałów długoterminowych. Walutowo-polityczne niepokoje w lutym i marcu miały tylko niewielki wpływ na ruchy kapitałów długoterminowych. Po odpływach kapitału netto, jakie zostały zanotowane w końcu 1972 r., doszło ponownie do napływu środków na początku 1973 r., ale w mniejszych ilościach. Przyczyną małego importu długoterminowego kapitału było zastosowanie przez RFN, w celu ograniczenia importu, środków administracyjnych. Ponadto wahający się swobodnie wobec najważniejszych walut kurs walutowy marki zwiększał ryzyko lokat kapitałowych. Saldo ruchów kapitałów długookresowych (bez sektora publicznego) wynosiło w I kwartale 1973 r. 3,2 mld DM. Złożył się na to wzrost zagranicznych lokat kapitałowych netto o 3,1 mld DM oraz spadek niemieckich lokat za granicą o 1,0 mld DM. W zakresie zagranicznych lokat w RFN w tym okresie wszystkie ważniejsze pozycje wykazywały wzrost. Mimo wymagania zezwolenia na zakup niemieckich papierów wartościowych przez obcokrajowców, które zostało wprowadzone 29 czerwca 1972 r. dla papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu, a 5 lutego 1973 r. rozszerzone na wszystkie krajowe papiery wartościowe, zagranica w I kwartale 1973 r. nie zmniejszyła swoich zakupów papierów wartościowych. Wzrosły one w tym czasie o ok. 700 mln DM. Natomiast w kraju zmniejszyły się zakupy zagranicznych papierów wartościowych. Oprócz transak-

³³ Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Februar 1974, s. 38.

cji papierami wartościowymi do zmniejszenia niemieckich lokat kapitałowych za granicą przyczyniły się kredyty i pożyczki.

Od marca do czerwca miał miejsce dalszy import kapitałów długoterminowych, który bez transakcji sektora publicznego wynosił 4,3 mld DM, a więc o 1 mld DM więcej niż w poprzednim kwartale. Nastąpił on głównie w drodze zmniejszenia wierzytelności niemieckich banków z tytułu udzielonych zagranicą kredytów średnio- i długoterminowych. Nie bez znaczenia był również spadek długoterminowych kredytowych wierzytelności w sektorze przedsiębiorstw. W zakresie importu kapitałów pewną rolę odegrały również zagraniczne inwestycje bezpośrednie. W II kwartale wzrosły one o 1,6 mld DM, w tym samym czasie niemieckie inwestycje bezpośrednie za granicą wynosiły 800 mln DM (import w wysokości 800 mln DM). Do importu kapitałów długoterminowych w tym okresie (podobnie jak i w poprzednim, ale w mniejszym stopniu) przyczyniły się transakcje papierami wartościowymi. Po tym, jak tendencja rosnącej rewaluacji marki została w końcu czerwca zahamowana, a następnie zastąpiona przez ruch odwrotny, napływ długoterminowych środków do RFN zmniejszył się w III kwartale 1973 r. do 2,6 mld DM (bez sektora publicznego). Wówczas to właśnie wzrost zagranicznych lokat kapitałowych w RFN zmniejszył się z 3 mld DM w II kwartale do 2,5 mld DM (głównie spadek wpływów z tytułu kredytów i pożyczek) oraz zmniejszył się spadek niemieckich lokat za granicą (przede wszystkim z powodu wzrostu niemieckich inwestycji bezpośrednich za granicą i zmniejszenia spadku zakupu zagranicznych papierów wartościowych w kraju). W IV kwartale doszło do dalszego zmniejszenia importu kapitałów długoterminowych do RFN, tak że osiągnął on bardzo małą kwotę 120 mln DM (bez sektora publicznego).

Główną przyczyną silnego zmniejszenia napływu środków było umocnienie kursu dolara, a zatem osłabienie za granicą skłonności do nabywania DM-aktywów. Najbardziej dotyczyło to handlu DM-zagranicznymi pożyczkami. Tak więc w ostatnich dwóch miesiącach 1973 r. obcokrajowcy zwrócili DM-zagraniczne pożyczki na sumę 230 mln DM (netto)³⁴, podczas gdy poprzednio podobne pożyczki były sprzedawane obcokrajowcom z krajowych zasobów. Oprócz tego krajowi inwestorzy kupowali zagraniczne papiery wartościowe, opiewające na obce waluty, podczas gdy poprzednio stronili od takich lokat. Również przez transakcje kredytowe w końcu 1973 r. nie napłynęły do RFN prawie żadne środki długoterminowe. Podczas, gdy do jesieni miał miejsce ich silny import (4,6 mld DM), głównie z powodu zmniejszenia wierzytelności wobec zagranicy, w osta-

³⁴ Tamże, s. 37.

tnim kwartale 1973 r. zostało zagranicą o 160 mld DM więcej kredytów nowo udzielonych, niż przez nią spłaconych. Z drugiej strony krajowi przedsiębiorcy w trochę wyższej kwocie podejmowali za granicą długoterminowe środki, tak że bilans kredytów w IV kwartale wykazywał niewielką nadwyżkę.

Wyrównany był również bilans inwestycji bezpośrednich, ponieważ znacznie zwiększonym za granicą niemieckim inwestycjom (o 1,7 mld DM) odpowiadały prawie tak samo duże zagraniczne inwestycje bezpośrednie w RFN (1,6 mld DM). W poprzednich dwóch kwartałach zagraniczne inwestycje bezpośrednie w RFN przeważały nad tego rodzaju niemieckimi lokatami za granicą. Analizowany obrót kapitału publicznego we wszystkich kwartałach 1973 r. charakteryzował się mniej więcej zrównoważonym saldem ujemnym (500-600 mld DM) i konsekwentnie dążył do zwiększenia eksportu nadmiernych środków. Mimo to bilans kapitałów długoterminowych w całym roku 1973 zamknął się wysoką nadwyżką 8 mld DM. Doszukiwanie się wpływów rewaluacji przedstawionej analizie bilansu kapitałowego za 1973 r. jest bardzo trudne. Nie tylko dlatego, że miały na niego wpływ różne nie wymienione tu czynniki, ale przede wszystkim fakt upłynnienia kursu marki i jej uczestnictwa w Blockfloatingu.

Przeprowadzone oficjalnie w 1973 r. dwie rewaluacje marki spowodowały jednorazowe zmiany kursów marki w stosunku do walut krajów uczestniczących w Blockfloatingu. Natomiast rata rewaluacyjna DM wobec dolara zmieniała się swobodnie w zależności od aktualnej sytuacji walutowej. Zmieniło to niewątpliwie obraz przepływów kapitałowych, który wykazywał pewne już prawidłowości przed i po rewaluacji w okresie panowania stałych kursów walutowych. W okresie przed upłynnieniem kursu marki i przystąpieniem RFN do Blockfloatingu oraz równoczesną pierwszą rewaluacją marki w 1973 r. doszło, w zakresie ruchu kapitałów krótkoterminowych, do silnych napływów środków, zarówno w sektorze przedsiębiorstw, jak i w sektorze bankowym. W następnych miesiącach odpłynęły one częściowo za granicę. W miesiącach kwiecień-maj, kiedy marka wobec dolara i innych walut uczestniczących w Blockfloatingu była relatywnie słaba, przeważał odpływ kapitałów nad ich przyływem, a jej umocnienie (w czerwcu) tuż przed drugą rewaluacją i konieczność wspierania przez Bundesbank walut partnerskich spowodowało duży import kapitałów, które następnie odpłynęły w okresie lipiec-październik (przede wszystkim z sektora bankowego). Umocnienie kursu dolara w końcu roku odbiło się na wzroście importu kapitałów z zagranicy³⁵.

³⁵ *Pick's Currency Yearbook*, New York 1968, 1973.

Jeżeli chodzi o ruch kapitałów długoterminowych, to w okresie przed upłynieniem kursu marki, utworzeniem Blockfloatingu i rewaluacją marki miał miejsce wzrost napływu długoterminowych środków z zagranicy oraz spadek niemieckich lokat za granicą. W okresie między pierwszą a drugą rewaluacją miał miejsce dalszy wzrost importu kapitałów długoterminowych. Po przeprowadzeniu rewaluacji w czerwcu napływ długoterminowych środków zmniejszył się (zmalały zagraniczne lokaty kapitałowe w RFN oraz zmniejszył się spadek niemieckich lokat za granicą), a umocnienie kursu dolara w końcu 1973 r. jeszcze pogłębiło tę tendencję. Natomiast dla ruchu kapitału długoterminowego sektora publicznego charakterystyczne było stymulowanie wywozu środków z RFN bez względu na aktualną sytuację walutową.

5. POZYCJA MARKI ZACHODNIONIEMIECKIEJ W 1973 ROKU PO DRUGIEJ DEWALUACJI DOLARA

Ponowna rezygnacja z „obrony” dolara oznaczała ostatecznie załamanie się systemu z Bretton Woods. W okresie zaburzeń walutowych marka zachodnioniemiecka uzyskiwała w stosunku do dolara 40,9%. O tyle bowiem wzrósł jej kurs. Do połowy 1973 r. marka odczuwała najsilniejszy nacisk na wyżkę kursu spośród wszystkich walut wymienialnych. Dlatego też z inicjatywy RFN prezesi banków centralnych 8 lipca 1973 r. podjęli decyzję o współpracy na rynku dolarowym ze Stanami Zjednoczonymi. Oznaczało to początek interwencji dewizowych w nowym stylu. W dniu 9 lipca 1973 r. kurs dolara wobec marki osiągnął swój najniższy dotychczasowy punkt – 2,28 DM/dol. Jednakże po uruchomieniu kredytów swapowych nastąpiła poprawa jego kursu do końca roku. Bundesbank i Federal Reserve Bank uzgodniły linię swapową o wartości 2 mld dolarów w lipcu oraz 0,5 mld we wrześniu. Pod koniec roku nastąpiła zmiana tendencji kursowej, kurs ustabilizował się na poziomie 2,40-2,50 DM/dolar. Waluty „węża” stanowiły dla RFN czynnik stabilizujący w 1972 r. i na początku 1973 r., gdyż było w nich rozliczane ok. 40% handlu zagranicznego Niemiec Zachodnich. Marka w bloku walut europejskich stała się walutą najsilniejszą. Świadczą o tym dane zawarte w tabeli 5.

Tabela 5. Zmiany kursu DM wobec najważniejszych walut świata do 1973 r.

	Rewaluacja (+) lub dewaluacja (-) DM wobec innych walut. Urzędowe kursy kasowe z 6 czerwca 1973 r. w porównaniu z:			
	Kurs podstawowy z 14 lutego 1973 r.	Kurs podstawowy z końca 1972 r.	Kurs podstawowy z końca 1971 r.	Kurs parytetowy z końca 1970 r.
Dolar USA	+2,1	+13,5	+13,5	+28,9
Frank francuski	+0,7	+0,7	+0,7	+5,4
Gulden	+2,8	+2,8	+2,8	+4,7
Lir	+4,8	+14,7	+14,7	+21,1
Jen	-0,3	-2,4	-2,4	-5,2
Dolar kanadyjski	+2,8	-14,1	+15,7	-19,3
Korona norweska	+0,9	+0,9	+0,9	+6,6
Funt szterling	+1,1	+7,2	+19,0	+24,5
Korona szwedzka	+0,8	+6,1	+6,1	+12,1
Frank szwajcarski	-2,7	-4,3	-4,3	-4,5
Zważona udziałami w handlu zagranicznym rewaluacja DM wobec:				
a) krajów „Block-Floatingu”	+1,5	+1,9	+1,9	+5,3
b) 16 krajów z urzędową notacją kursów we Frankfurcie/Main	+1,7	+5,0	+5,6	+10,3
c) całego świata	+1,7	+5,6	+6,9	+13,7

Źródło: Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1973, s. 67.

Dla RFN w 1973 r. powstała konieczność interwencji dewizowych na rynku europejskim dla podtrzymania kursu podstawowego wobec innych walut „węża”. Podjęto decyzje o dwu rewaluacjach w marcu o 3% oraz w czerwcu o 5,5%. Miały one na celu ułatwienie wprowadzenia floatingu w bloku oraz odciążenie krajów członkowskich od spekulacji skierowanej na DM. Od początku 1971 r. do lipca 1973 r. (punkt szczytowy) DM zyskała na wartości wobec walut szesnastu największych krajów o 24%, zaś wobec dolara o 60%. Nie stanowiło to przeszkody dla polepszenia bilansu handlowego i usług, gdyż istniał wysoki popyt zagraniczny na towary, któremu sprzyjała inflacja i przejściowe problemy Wielkiej Brytanii i Włoch oraz istniała gotowość i zdolność gospodarki niemieckiej do ekspansji eksportowej. Niepewność co do kształtowania się bilansu płatniczego pod wpływem rosnących cen ropy naftowej spowodowała wystąpienie Wielkiej Brytanii i Włoch z „węża” walutowego. W dniu 19 stycznia 1974 r. uczyniła podobnie Francja. W tym miniwęzu pozostały waluty RFN, krajów

Beneluxu, Danii i związanych z nimi walut Norwegii i Szwecji. Nastąpiło zmniejszenie znaczenia „węża” dla RFN, gdyż tylko 27% niemieckiego handlu zagranicznego było wówczas realizowane w tych walutach.

Wzrost znaczenia DM jako waluty rezerwowej i lokacyjnej w latach 1974-78

W końcu 1973 r. wybuchł kryzys naftowy spowodowany 4-krotnym wzrostem ceny ropy naftowej. Pojawiły się olbrzymie nadwyżki dochodów pochodzących ze sprzedaży ropy naftowej (tzw. petrodolarów) w krajach eksportujących to paliwo i odpowiadające im deficyty w krajach importujących. Ogólna nadwyżka krajów OPEC szacowana w okresie od jesieni 1973 r. do końca 1974 r. wynosiła ok. 55 mld dolarów. Jednakże już w latach następnych wystąpiła tendencja do jej zmniejszenia, spowodowana spadkiem popytu na ropę oraz gwałtownym wzrostem importu krajów eksportujących ropę. W 1974 r. import ten wynosił ok. 32 mld dol. i był wartościowo o 70%, a ilościowo o 40-50% większy niż import w 1973 r. Należy podkreślić, że niemiecki eksport do tych krajów wzrósł o 73% w 1974 r. w porównaniu z rokiem poprzednim. Ta ogromna fala petrodolarów napłynęła na rynki europejskie. Szacuje się, że kraje naftowe ulokowały na eurorynku ok. 23 mld dol. (głównie w dolarach USA), ok. 11 mld dol. bezpośrednio w Stanach Zjednoczonych oraz ok. 6 mld dol. w Wielkiej Brytanii w postaci depozytów szterlingowych³⁶. Daje to razem sumę ok. 40 mld dol. tj. ponad 2/3 poszukujących lokat petrodolarów. Reszta (ok. 13 mld dol.) znalazła się w postaci wkładów w instytucjach międzynarodowych (MFW, Bank Światowy), została przeznaczona na pomoc dla krajów rozwijających się oraz stała się źródłem bilateralnych kredytów bezpośrednich skierowanych do rządów i instytucji publicznych w krajach uprzemysłowionych. W wykorzystaniu petrodolarów najważniejsza rola przypadła eurorynkowi. Banki za jego pośrednictwem przekazały kredytobiorcom ok. 30 mld dol. w formie średnioterminowych kredytów rollover. USA i Wielka Brytania wykorzystały petrodolary na pokrycie deficytów rachunków bieżących bilansów płatniczych, zaś instytucje międzynarodowe przekazały je w formie pomocy dla krajów deficytowych.

³⁶ Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1974, s. 62.

Stan bilansów obrotów bieżących RFN
i krajów uprzemysłowionych w latach 1974-78

Analizując stan bilansów obrotów bieżących należy podkreślić, że pomimo światowej inflacji i eksplozji cen ropy naftowej, nie wystąpił ostry kryzys walutowy, ponieważ system finansowania powstałych deficytów oraz system kursów walutowych okazał się bardzo sprawny i elastyczny.

Tabela 6. Salda bilansów obrotów bieżących ważniejszych grup krajów i krajów w latach 1974-78 (w mld dol.)

Kraj	1974	1975	1976	1977	1978
EWG	-13,0	-0,1	-7,0	+1,3	+16,1
w tym:					
RFN	+9,7	+8,5	+8,6	+9,8	+17,5
Francja	-6,0	-0,1	-6,1	-3,3	+4,1
Wielka Brytania	-8,6	-4,1	-2,0	+0,5	+2,0
Włochy	-7,8	-0,8	-2,8	-2,3	+6,2
USA	-3,4	+18,4	+4,3	-15,3	-16,0
Japonia	-4,7	-0,7	-3,7	+10,9	+16,6
Szwajcaria	+0,2	+2,6	+3,5	+3,4	+5,1
Kraje OPEC	+55,0	+27,3	+37,0	+31,5	+11,0

Źródło: Obliczenia własne na podstawie statystyk OECD 1974-78.

Pod wpływem wzrostu ceny ropy naftowej ogólny deficyt krajów OECD wyniósł w 1974 r. ok. 33 mld dol. (w 1973 r. kraje te wykazały się nadwyżką w wysokości 3 mld dol.). Był on mniejszy od ogólnego obciążenia z tytułu importu ropy (65 mld dol.), gdyż nastąpił wyraźny wzrost eksportu do krajów OPEC, krajów rozwijających się i socjalistycznych – finansowany poprzez kredyty oraz pomoc finansową. Ogólny deficyt OECD powstał z deficytów większości krajów (ok. 45 mld dol.) oraz nadwyżek kilku krajów w wysokości 12 mld dol. Jak wynika z tabeli 6, sama RFN miała nadwyżkę na rachunku bieżącym bilansu płatniczego w wysokości prawie 10 mld dol. Kraje Beneluxu i Szwajcaria należały do grupy krajów nadwyżkowych; USA, Japonia i Kanada były w stanie finansować swoje obciążenia z tytułu wzrostu cen ropy przez aktywizację eksportu; inne kraje, np. Wielka Brytania, Włochy, Francja wykazywały znaczny deficyt bilansu obrotów bieżących także w latach następnych. W 1975 r. bilans obrotów bieżących krajów OECD poprawił się o prawie 32 mld dol. Głównym czynnikiem był wzrost eksportu do krajów OPEC. Procesy wyrównywania bilansów znalazły wyraz w poprawie ich stanu w szeregu krajów oraz redukcji nadwyżek RFN.

Narastające oznaki poprawy koniunktury gospodarczej w 1976 r. spowodowały ogólne zwiększenie nierównowagi bilansów obrotów bieżących, m.in. na skutek rosnących zakupów ropy naftowej. Ogólny deficyt krajów OECD zwiększył się do 26 mld dol., nadwyżki krajów OPEC wzrosły do 45 mld dol. Nadwyżka RFN na skutek rosnącego importu zmniejszyła się o ponad 6 mld dol. W latach 1977-78 następowało zmniejszanie się globalnej nierównowagi bilansów płatniczych, nastąpiła znaczna redukcja nadwyżek krajów OPEC (do 11 mld dol.). Sytuacja zbliżała się do stanu sprzed wybuchu kryzysu naftowego. Z tej tendencji wyłamały się tylko Stany Zjednoczone.

6. WZROST UDZIAŁU DM W REZERWCH WALUTOWYCH W LATACH 1974-78

W analizowanym okresie nastąpił znaczny wzrost ogólnego poziomu rezerw dewizowych świata. Na koniec 1973 r. szacowano ich wartość na 184,1 mld dol., natomiast w 1978 r. nastąpił ich przyrost do poziomu 362,9 mld dol. Świadczyło to o 2-krotnym wzroście płynności międzynarodowej w ciągu zaledwie 4 lat. Najbardziej dynamicznym przyrostem spośród składników rezerw wykazały się dewizy, co było związane z inflacją i rozwojem rynku eurowalutowego. Szczególnie duże przyrosty rezerw dewizowych nastąpiły w II połowie analizowanego okresu. Po wyłączeniu zmian wartości rezerw złota i SDR oraz denominowanych w SDR pozycji rezerwowych w Funduszu szacowano, że ok. 75% wzrostu płynności określało finansowanie deficytu bilansu obrotów bieżących USA przez zagranicę³⁷.

Charakterystyczną cechą w omawianym okresie był spadek udziału dolara w rezerwach dewizowych na rzecz innych walut, szczególnie marki zachodnioniemieckiej. Przeciętny przyrost udziału DM w rezerwach dewizowych świata w latach 1970-74 wynosił 4,8 mld dol., podczas gdy np. jena – 1,8 mld dol., zaś dolara spadał przeciętnie o 0,8 mld dol. W latach 1974-78 przyrosty udziału DM były kilkakrotnie większe niż innych walut.

³⁷ *D-Markbilanzgesetz: Gesetzestext, Kommentierung, Gestaltungshinweise* [t.1], IDW-Verlag, Düsseldorf 1990.

Tabela 7. Udział poszczególnych walut w rezerwach dewizowych krajów kapitalistycznych w latach 1973 i 1978 (w %)

Lata	Dolar	DM	Funt szterling	Frank szwajcarski	Frank francuski	Gulden	Inn waluty
1973	78,4	5,5	6,5	1,1	0,9	0,3	7,3
1978	76,9	9,9	1,5	1,4	0,9	0,5	8,8

Źródło: Annual Report IMF 1983, s. 72.

Blisko 2-krotny wzrost udziału DM wiązał się niewątpliwie z pozytywną oceną gospodarki niemieckiej, najbardziej dynamicznie rozwijającej się gospodarce w tym okresie.

Apresiasi marki zachodnioniemieckiej w latach 1974-78

Pod koniec lat sześćdziesiątych w Europejskiej Wspólnocie Gospodarczej zaczęło narastać przekonanie o konieczności wprowadzenia unii walutowej w celu pogłębienia integracji krajów EWG. Plan wprowadzenia unii walutowej (Plan Wernera) został przyjęty 9 czerwca 1970 r. przez Radę Ministrów EWG. Celem planu podzielonego na trzy etapy było utworzenie unii gospodarczej i walutowej do końca 1980 r., zaś jej ukoronowaniem miało być wprowadzenie w krajach EWG wspólnej waluty. Dla przeprowadzenia operacji finansowych stworzono europejską jednostkę obrachunkową, początkowo równą dolarowi sprzed jego dewaluacji. W 1975 r. oparto ją na koszyku dziewięciu walut krajów członkowskich. Marka zachodnioniemiecka miała w nim pozycję dominującą (27,3% udziału). Wagi przypisane poszczególnym walutom odzwierciedlały różnice w poziomie dochodu narodowego, handlu wzajemnego i w systemie krótkoterminowej pomocy kredytowej. Wartość jej obliczano według kursów walut wchodzących w jej skład. Od 1978 r. w tej jednostce był sporządzany budżet Wspólnoty. Jednym z pierwszych posunięć było wprowadzenie 24 kwietnia 1972 r. większego (niż pasmo MFW) pasma wahań kursu parytetowego walut członkowskich (+2,25%). Powstał w ten sposób „wąż” walut europejskich, mieszczący się w szerszym „tunelu” – o szerokości 4,5%, w ramach którego kursy walut EWG kształtowały się wobec walut krajów trzecich. W grupie krajów tworzących Europejską Wspólnotę Gospodarczą najłagodniej kryzys naftowy (i jego skutki) przeszła gospodarka RFN. Lata 1973-75 to okres nasilającej się inflacji (w 1974 r. przeciętny wzrost cen wynosił 13,5%). W grupie krajów uprzemysłowionych występowały znaczne, dochodzące do siedemnastu punktów procentowych różnice w jej poziomie. Płynność kursu DM umożliwiła ochronę

polityki stabilizacji wewnętrznej i sukcesywne znoszenie restrykcyjnych środków polityki finansowej³⁸.

O dominującej pozycji waluty RFN świadczyła jej 21% aprecjacja w okresie zaburzeń walutowych, tj. od końca 1971 r. do 1974 r. Koniec 1975 r. i początek 1976 r. upłynął w „wężu” walutowym pod znakiem silnych napięć związanych z kryzysem franka francuskiego. Frank ponownie przystąpił do „węża” w lipcu 1975 r., jednakże mimo poprawy bilansu płatniczego i odbudowy rezerw walutowych, nie udało się utrzymać kursu franka wobec innych walut, szczególnie DM. Na początku 1976 r. napłynęło do Bundesbanku ok. 10 mld DM, z czego 8,8 DM było przeznaczone na podtrzymanie kursów w ramach „węża”. Ponad połowa tej sumy była przeznaczona na obronę franka francuskiego. Niestety, 15 marca 1976 r. frank francuski wystąpił z „węża” po raz drugi.

W tym okresie rynki walutowe odczuły również kryzys funta szterlinga, który do połowy kwietnia 1976 r. stracił wobec całego świata 8% wartości, zaś wobec DM – 12,5%. Miał miejsce również kryzys lira, który do połowy 1976 r. stracił 21% swej wartości wobec walut reszty świata i 23% w stosunku do marki zachodnioniemieckiej³⁹. Utrzymujące się tendencje kosztów i cen wywołały duże ruchy kapitałów spekulacyjnych w ramach Wspólnoty. Po wystąpieniu franka francuskiego zaczęła narastać fala spekulacji na rewaluację DM. Spowodowało to interwencję Bundesbanku na korzyść partnerów w wysokości ok. 8 mld DM.

W połowie października podjęto decyzję o zmianie relacji kursowych w ramach europejskiego węża walutowego. W jej wyniku DM (dotychczas najsilniejsza waluta w „wężu”) zamieniła się miejscem z walutą najsłabszą, tj. duńską koroną. W tej pozycji utrzymywała się do połowy stycznia 1977 r., także później jej kurs kształtował się w dolnej 1/3 przedziału wahań kursowych. Ta pozycja umożliwiła partnerom RFN podejmować z rynku marki po kursach, które znajdowały się pomiędzy kursami granicznymi. Były to tzw. intermarginalne zakupy DM. Sumami tymi wyrównywano długi interwencyjne z okresów spekulacji. W 1978 r., ostatnim roku obowiązywania europejskiego węża walutowego, utrzymujące się różnice w poziomie kosztów i cen na korzyść DM spowodowały jej rewaluację o 4,0%. Wraz z nią został zrewaloryzowany gulden i frank belgijski o 2,0%. W grudniu z „węża” wypadła korona norweska. Oceniając funkcjonowanie europejskiego „węża walutowego”, należy podkreślić jego stabilizacyjną rolę dla gospodarki RFN oraz dla wymiany z zagranicą. Około 25% handlu zagranicznego RFN było prowadzone po stałych kursach z krajami uczestniczącymi w „wężu”.

³⁸ G.J. ALMEKINDERS, S. EIJFFINGER, *Daily Bundesbank and Federal Reserve intervention and the conditional variance tale in DM/\$ – returns*, Tilburg Univ., Tilburg 1992.

³⁹ Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank fuer das Jahr 1976, s. 70.

7. STAN RACHUNKÓW BIEŻĄCYCH BILANSÓW PŁATNICZYCH RFN I INNYCH KRAJÓW UPRZEMYSŁOWIONYCH W LATACH 1979-85.

Sytuacja w kształtowaniu się rachunków bieżących bilansów płatniczych krajów uprzemysłowionych w 1979 r. charakteryzowała się pojawieniem się rekordowego, bo prawie 30 mld dol. Deficytu, spowodowanego wzrostem cen ropy naftowej oraz zwiększeniem inflacji z 2% do 10% w krajach OECD. Jednocześnie saldo bilansu obrotów bieżących krajów OECD wzrosło do 62 mld dol., zaś bilans obrotów bieżących RFN po raz pierwszy od 15 lat wykazywał deficyt w wysokości 10,5 mld DM⁴⁰. W następnym roku nastąpiło dalsze osłabienie popytu i produkcji w skali całej gospodarki światowej. Wzrost dochodu narodowego krajów OECD wyniósł tylko 1,0% (w 1979 r. ukształtował się na poziomie 3,5%). Nierównowagi rachunków bieżących bilansów płatniczych osiągnęły rekordowe rozmiary. Szacowane przez OECD nadwyżki krajów OPEC wyniosły ok. 120 mld dol., czyli były 2-krotnie większe niż w okresie pierwszego kryzysu naftowego. Ogólny deficyt krajów OECD wyniósł ok. 72 mld dol. RFN, która dawniej była krajem nadwyżkowym, wykazała deficyt na poziomie 16 mld dol. Od 1978 r. kraje OPEC zyskały ok. 125 mld dol., zaś kraje OECD straciły 84 mld dol., co stanowiło ok. 1,0% ich dochodu narodowego.

RFN stała się krajem o największym deficycie na rachunku bieżącym bilansu płatniczego wśród krajów uprzemysłowionych. Było to spowodowane nie tylko wzrostem ceny ropy, lecz również strategią rozwoju gospodarczego, polegającą na liberalizacji stosunków z zagranicą. W warunkach stosunkowo wysokich rezerw walutowych, małego zadłużenia zagranicznego oraz niskiej inflacji RFN przejęła na siebie znaczną część globalnego deficytu krajów importujących ropę naftową. W 1981 r. RFN udało się zmniejszyć deficyt bilansu obrotów bieżących do 5 mld dol. Podobna tendencja wystąpiła w większości krajów OECD, tak że globalny deficyt tej grupy krajów zmniejszył się o ponad połowę – do 25 mld dol. Nadwyżka krajów OPEC została zredukowana do 48 mld dol. Nadwyżka ta została w 1982 r. zredukowana praktycznie do zera, co było spowodowane spadkiem popytu na ropę, dużym importem i szerokim programem inwestycyjnym tych krajów⁴¹. W bilansie Stanów Zjednoczonych pojawił się deficyt w wysokości 8 mld dol., zaś RFN odnotowała nadwyżkę 3 mld dol. w bilansie obrotów bieżących. Tendencja ta utrzymywała się w latach następnych. Silny

⁴⁰ F. GIAVAZZI, *Limiting exchange rate flexibility : the European Monetary System*, Cambridge, MA–London 1989.

⁴¹ E. DRABOWSKI, *Międzynarodowe stosunki ekonomiczne i finansowe*, PWE, Warszawa 1979, s. 210-236.

rozwój amerykańskiego importu był główną przyczyną ogromnego wzrostu deficytu bilansu obrotów bieżących USA: w 1983 r. pogorszył się o ok. 30 mld dol., w 1984 r. – o ok. 60 mld dol., w 1985 r. – o ok. 10 mld dol. i osiągnął poziom 118 mld dol. Postępującej pasywizacji bilansu amerykańskiego odpowiadało znaczne polepszenie stanu bilansów krajów członkowskich OECD, szczególnie Japonii. Dla RFN 1985 r. zamknął się dodatnim saldem bilansu obrotów bieżących w wysokości 14 mld dol.

Finansowanie deficytów bilansów obrotów bieżących w latach 1979-85

Oficjalna pomoc kredytowa realizowana głównie przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy miała duże znaczenie szczególnie dla krajów najbiedniejszych i rozwijających się. W ramach uzgodnionego w 1977 r. dodatkowego przedsięwzięcia finansowego MFW (Witteveen – Fazilitaet) przeznaczonego dla tych członków, którym nie wystarczały normalne prawa ciążenia do sfinansowania deficytu, Fundusz w 1979 r. udostępnił 2,2 mld SDR, a w 1980 r. dalsze 7,2 mld SDR. Środki z „Treuhandsfonds” wynosiły odpowiednio 0,5 mld SDR i 1,3 mld SDR. W marcu 1981 r. uzgodniono możliwość „rozszerzonego dostępu” do środków kredytowych Funduszu. Przyrzeczenia kredytowe wynosiły 17,9 mld dol., zaś efektywne wykorzystanie – 6,5 mld dol. Również grupa Banku Światowego udostępniła krajom rozwijającym się w 1981 r. środki w wysokości ok. 10 mld dol. (8,8 mld dol. w 1980 r.). Wraz z narastającym kryzysem zadłużenia działalność MFW osłabła. W 1983 r. osiągnęła punkt szczytowy – 10,6 mld SDR, aby w 1985 r. obniżyć się do poziomu 0,4 mld SDR⁴². Odzwierciedlało to trudności licznych krajów w uzgadnianiu z Funduszem programów reform gospodarczych wymaganych przy udzielaniu kredytu⁴³.

W początkowym okresie finansowanie deficytów nie nastroczało poważniejszych trudności, gdyż występowały one przeważnie w krajach o dużych rezerwach dewizowych. W 1979 r. międzynarodowe rynki finansowe poprzez kredyty i pożyczki krótko-, średnio- i długoterminowe przekazały ok. 118 mld dol. Występował duży napływ rezerw dewizowych i petrodolarów na te rynki (37 mld dol. w 1979 r.), z czego ok. 15 mld dol. zostało zamienione na DM i inne

⁴² Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1985, s. 89.

⁴³ K. ZABIELSKI, *Zmiany w międzynarodowym systemie walutowym w latach 1971-1978 oraz ich wpływ na stosunki gospodarcze Wschód-Zachód*. Prace Zakładu Finansów Zagranicznych, Instytut Finansów, Warszawa 1980.

niedolarowe waluty. W następnym roku nie zmniejszyła się podaż kapitałów, nadal rosły wkłady krajów OPEC w bankach handlowych krajów uprzemysłowionych, powodując eksport kapitału do tych krajów (recyrkulacja petrodolarów). Nastąpił wzrost ogólnego wolumenu środków kredytowych do poziomu 161,5 mld dol.

Należy podkreślić, że rosnące zapotrzebowanie było pokrywane przez kredyty krótkoterminowe oraz przez kanały oficjalne. Zanotowano pewną stagnację na rynku pożyczkowym w warunkach rosnącej stopy procentowej w USA. Eurodolarowa stopa procentowa w grudniu 1980 r. wynosiła 21,0%. W przypadku pożyczek denominowanych w DM pewną rolę odegrało też oczekiwanie na zmianę relacji kursowych. Pod wpływem narastającego problemu zadłużenia międzynarodowe rynki finansowe w latach 1982-83 wykazały pewną stabilizację wolumenu środków kredytowych. Stopa wzrostu kredytów bankowych w 1982 r. wynosiła 10,0%, podczas gdy w 1981 r. wynosiła ona 20,0%. Udział dolara jako waluty emisyjnej wynosił 62%, udział DM wzrósł z 6% do 8% ogólnego wolumenu emisji pożyczek. Marka zachodnioniemiecka uplasowała się na trzecim miejscu w świecie po franku szwajcarskim.

W 1983 r. udział dolara spadł po raz pierwszy w historii do 57%, zaś udział DM zwiększył się do 9% ogólnego wolumenu emisji⁴⁴. Odzwierciedlało to odbudowę zaufania do DM jako waluty lokacyjnej, jednakże do osiągnięcia 20% udziału z 1980 r. było jeszcze daleko. Gwałtowny wzrost wolumenu środków kredytowych i pożyczkowych (o prawie 80% do poziomu 277,7 mld dol.) nastąpił w latach 1984-85. Charakterystyczny był wzrost udziału emisji, przy pewnej stabilizacji kredytów eurodolarowych. W 1985 r. dolar był nadal najważniejszą walutą emisyjną (61% udziału w ogólnym wolumenie), udział DM wynosił ok. 7%. Tym samym DM umocniła swoją pozycję w czołówce walut emisyjnych świata⁴⁵.

Udział DM w rezerwach dewizowych gospodarki światowej

Kształtowanie się poziomu rezerw walutowych krajów członkowskich Międzynarodowego Funduszu Walutowego oraz wartościowy udział DM w ich strukturze przedstawia tabela 8. Analizując jej pozycję, można zauważyć tendencję do dywersyfikacji rezerw walutowych, tj. oparcie ich na wielu składnikach w celu uniknięcia ryzyka kursowego. Udział DM w rezerwach dewizowych świata na koniec 1978 r. wynosił ok. 11%, a po wyłączeniu krajów, których waluty były walutami rezerwowymi, nawet 15%. Jednakże trend wzrostowy udziału

⁴⁴ Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1983, s. 82.

⁴⁵ A. BIEŃ, *Spadek roli dolara w międzynarodowym systemie walutowym*, „Kapitalizm” 1980, nr 1, s. 123.

DM został zahamowany podniesieniem poziomu stóp procentowych w USA⁴⁶. Na koniec 1979 r. statystycznie ujęte lokaty w DM zagranicznych władz walutowych wynosiły ok. 65 mld DM (tj. ok. 37 mld dol.), z czego ok. 20 mld DM przypadało na lokaty w RFN, a pozostała część została ulokowana na eurorynku⁴⁷.

W 1980 r. statystycznie ujęte rezerwy dewizowe wzrosły o ok. 52 mld dol., z czego ok. 22 mld dol. wyrażało się we wzroście udziału ECU. Udział DM utrzymał się na poziomie ok. 12%, zaś po wyłączeniu dolarowych rezerw Bundesbanku wyniósł on ok. 13-14%. Rok 1981 był okresem redukcji rezerw walutowych świata (spadek o 18,6 mld dol.), został spowodowany przez deficyty bilansów obrotów bieżących związanych z panującą recesją. DM pozostała nadal drugą (po dolarze) walutą rezerwową.

Tabela 8. Rezerwy walutowe (brutto) krajów członkowskich
Międzynarodowego Funduszu Walutowego (w mld dol.)

	Stan na koniec roku		Zmiana w stosunku do roku poprzedniego				
	1980	1985	1981	1982	1983	1984	1985
Złoto	40,2	40,0	+0,0	-0,2	-0,1	-0,0	+0,1
SDR	15,1	20,0	+4,0	+0,5	-4,5	+1,0	+3,9
Pozycja rezerwowa w MFW	21,5	42,5	+3,3	+3,3	+12,9	-0,2	+1,8
Należności w ECU	63,7	40,7	-13,5	-8,9	+3,9	-7,6	+3,0
– w stosunku do dolara	13,9	10,5	-2,4	-1,8	+0,9	-0,5	+0,4
– w stosunku do złota	47,6	30,2	-10,2	-7,0	+3,4	-6,2	+2,6
– krótkoterminowe	2,2	-	-0,9	-0,0	-0,4	-0,9	-
Dewizy:	309,9	302,2	-12,5	-21,6	+2,4	+24,0	+32,1
Dolar	205,6	201,6	-3,4	-19,2	+4,5	+6,9	+4,6
DM	48,6	50,0	-7,4	-6,4	-2,3	+5,0	+12,3
Jen	13,6	23,6	-0,9	+0,1	+0,8	+3,2	+6,8
Frank szwajcarski	10,5	9,9	-1,6	-1,1	-0,8	-0,5	+0,9
Funt szterling	9,5	7,3	-2,7	+0,1	+0,6	+2,2	+1,1
Frank francuski	5,6	3,7	-1,1	-0,9	-0,5	+0,2	+0,5
Gulden	4,2	3,3	-0,6	-0,5	-0,7	-	+0,9
Niezidentyfikowane wkłady	12,3	35,6	+5,2	+6,3	+0,8	+7,0	+5,1
Ogółem	450,3	478,3	-18,6	-27,0	+14,7	+17,2	+40,9

Źródło: Obliczenia własne na podstawie statystyk MFW za lata 1980-85 oraz roczne sprawozdania Bundesbanku 1980-85.

⁴⁶ Tamże, s. 123.

⁴⁷ Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1979, s. 81.

Rezerwy krajów członkowskich MFW obniżyły się w następnym roku o 27 mld dol., szczególnie duża była „ucieczka” od dolara i DM. Stan zagranicznych rezerw denominowanych w DM obniżył się z 81 mld DM w 1981 r. do 72 mld DM w 1982 r., zaś udział DM w rezerwach dewizowych świata spadł do 10,5%.

Lata 1983-85 były okresem odbudowy poziomu rezerw dewizowych. Głównym elementem wzrostu były dewizy. Liczone po kursie bieżącym zwiększyły się w 1984 r. o 24 mld dol., natomiast w 1985 r. o ok. 32,1 mld dol. Udział DM wzrósł do prawie 12%, a silna dewaluacja DM wobec dolara podkreślała jeszcze bardziej wzrost tego udziału. Liczone w DM rezerwy dewizowe wzrosły o ok. 30 mld DM do poziomu 118 mld DM⁴⁸. Wzrost ten był związany z intermarginalnymi zakupami DM przez kraje Europejskiego Systemu Walutowego oraz kraje rozwijające się. W 1985 r. przyrost rezerw światowych w DM był najbardziej dynamiczny. Denominowane w DM rezerwy wzrosły do ponad 123 mld DM, zaś udział DM w rezerwach dewizowych wzrósł do 14,5%⁴⁹.

PODSUMOWANIE

Marka zachodnioniemiecka stała się w analizowanym okresie jedną z czołowych walut świata kapitalistycznego i najważniejszą walutą europejską. Pozycja marki była odbiciem miejsca gospodarki zachodnioniemieckiej w gospodarce światowej. Ponad 5-krotny wzrost PKB od 1950 r., potencjał wytwórczy oraz udział w wymianie międzynarodowej uplasowały RFN w pierwszej trójce największych potęg gospodarczych świata. Rosnącemu znaczeniu gospodarki RFN odpowiadał wzrost znaczenia waluty zachodnioniemieckiej. Marka z kryzysu walutowego lat 1971-73 wyszła niezwykle wzmocniona w stosunku do wszystkich innych walut. Stała się „walutą ucieczki”, bardzo poszukiwaną i atrakcyjną dla lokat kapitałowych zarówno w okresie kryzysu dolara, jak i podczas każdorazowych zaburzeń stosunków walutowych. W markach była denominowana część poszukujących lokat petrodolarów, również były nią wyrównywane deficyty bilansów obrotów bieżących⁵⁰. Na rynku eurowalut marka zajęła drugie, po dolarze, miejsce jako waluta udzielanych kredytów i pożyczek. Udział marki w rezerwach dewizowych świata systematycznie wzrastał i uplasował markę na koniec analizowanego okresu w pierwszej trójce walut rezerwowych. Przejściowe zaburzenie

⁴⁸ M. LEWANDOWSKA, *Marka zachodnioniemiecka jako waluta międzynarodowa*, NBP, Warszawa 1989.

⁴⁹ Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1985, s. 79.

⁵⁰ W. BICKERICH, *Die D-Mark: Eine Bibliographie*, Rowohlt, Berlin 1998.

aprecjacji marki w stosunku do dolara w pierwszej połowie lat osiemdziesiątych zostało zrekompensowane wzrostem wartości marki niemieckiej wobec innych walut. Na szczególne podkreślenie zasługuje pozycja marki zachodnioniemieckiej wśród walut europejskich. Marka zajmowała kluczową pozycję w „wężu walutowym” krajów należących do Europejskiego Systemu Walutowego. Pozycję tą odzwierciedlały stały i duży wzrost wartości marki w stosunku do innych walut EWG. Sytuacja w latach 1961-85 świadczyła o trwałej zdolności waluty RFN do wypełniania roli pieniądza międzynarodowego w coraz większym zakresie.

BIBLIOGRAFIA

- ALMEKINDERS G.J., EIJFFINGER S., Daily Bundesbank and Federal Reserve intervention and the conditional variance tale in DM/\$ - returns, Tilburg Univ., Tilburg 1992.
- BICKERICH W., Die D-Mark: Eine Bibliographie, Rowohit, Berlin 1998.
- BIEN A., Spadek roli dolara w międzynarodowym systemie walutowym, „Kapitalizm” 1980, nr 1, s. 123.
- D-Markbilanzgesetz: Gesetzestext, Kommentierung, Gestaltungshinweise [t.1], IDW-Verlag, Düsseldorf 1990.
- DRABOWSKI E., Kryzys systemu walutowego w kapitalizmie, PWE, Warszawa 1975.
- DRABOWSKI E., Międzynarodowe stosunki ekonomiczne i finansowe, PWE, Warszawa 1979.
- Fifty years of the Deutsche Mark: Central Bank and the currency In Germany Since 1948, Oxford Univ. Press, New York 1999.
- Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank fuer das Jahr 1974.
- Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank fuer das Jahr 1976.
- Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank fuer das Jahr 1979.
- Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank fuer das Jahr 1983.
- Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank fuer das Jahr 1985.
- Geschäftsberichte der Deutschen Bundesbank fuer das Jahr 1971.
- GIAVAZZI F., Limiting exchange rate flexibility : the European Monetary System, Cambridge, MA – London 1989.
- LEWANDOWSKA M., Marka zachodnioniemiecka jako waluta międzynarodowa, NBP, Warszawa 1989.
- LUTKOWSKI K., Współczesny międzynarodowy system walutowy, PWE, Warszawa 1983.
- Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, November 1969.
- Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juni 1970.
- Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Dezember 1971.
- Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Februar 1972.
- Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juni 1973.
- Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, September 1973.
- Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Dezember 1973.
- Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Februar 1974.
- Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Maerz 1974.
- PETERSON P.L., The United States in the Changing World Economy, Washington 1971.
- Pick's Currency Yearbook, New York 1968, 1973.
- RĄCZKOWSKI S., Międzynarodowe stosunki finansowe, PWE, Warszawa 1984.
- RURARZ Z., Ekspansja kapitału USA, PWE, Warszawa 1969.
- SCAMMELL W.M., International Monetary Policy: Bretton woods and after, Macmillan, London 1975.

ŚWIDROWSKI J., Bretton Woods, Spółdzielnia Wydawnicza „Ingos”, Warszawa 1946.

YEAGER L.B., International Monetary Relations, New York 1966.

ZABIELSKI K., Zmiany w międzynarodowym systemie walutowym w latach 1971-1978 oraz ich wpływ na stosunki gospodarcze Wschód-Zachód. Prace Zakładu Finansów Zagranicznych, Instytut Finansów, Warszawa 1980.

ZMIANY W STRUKTURZE I OBROTACH KAPITAŁOWYCH RFN
PO II WOJNIE ŚWIATOWEJ SPOWODOWANE REWALUACJĄ
MARKI ZACHODNIONIEMIECKIEJ
(DO 1985 ROKU)

S t r e s z c z e n i e

Marka zachodnioniemiecka stała się po II wojnie światowej jedną z czołowych walut świata kapitalistycznego i najważniejszą walutą europejską. Pozycja marki była odbiciem miejsca gospodarki zachodnioniemieckiej w gospodarce światowej. Ponad 5-krotny wzrost PKB od 1950 r., potencjał wytwórczy oraz udział w wymianie międzynarodowej uplasowały RFN w pierwszej trójce największych potęg gospodarczych świata. Rosnącemu znaczeniu gospodarki RFN odpowiadał wzrost znaczenia waluty zachodnioniemieckiej. Marka z kryzysu walutowego lat 1971-73 wyszła niezwykle wzmocniona w stosunku do wszystkich innych walut. Stała się „walutą ucieczki”, bardzo poszukiwaną i atrakcyjną dla lokat kapitałowych zarówno w okresie kryzysu dolara, jak i podczas każdorazowych zaburzeń stosunków walutowych. Udział marki w rezerwach dewizowych świata systematycznie wzrastał i uplasował markę na koniec analizowanego okresu w pierwszej trójce walut rezerwowych. Przejściowe zaburzenie aprecjacji marki w stosunku do dolara w pierwszej połowie lat osiemdziesiątych zostało zrekomensowane wzrostem wartości marki niemieckiej wobec innych walut.

Słowa kluczowe: RFN, marka zachodnioniemiecka (DM), międzynarodowy system walutowy, rewaluacja, dewaluacja, rezerwy walutowe, bilans płatniczy, deficyt bilansu obrotów bieżących, płynność międzynarodowa.

CHANGES IN CAPITAL STRUCTURE AND TURNOVER GERMANY
AFTER WORLD WAR II CAUSED BY BRAND REVALUATION
OF THE WEST UNTIL 1985

S u m m a r y

D-Mark has become after World War II one of the leading world currencies of the capitalist world and the most important European currency. The D-Marks position reflected the place of the West Germany's economy in the world economy. More than 5-fold increase of the GDP since 1950., productive potential and share in international turnover assured the country the place among the world's three major economic powers.

The growing importance of the German economy was accompanied by the growing importance of the West German currency. After the 1971-73 currency crisis the D-mark turned out extremely strengthened vis-à-vis all other currencies. It became "refuge currency", sought after and attractive for capital investments both in the period of the dollar's crisis and during the every instance of turbulence on currency markets. The share of the D-mark in the world's foreign exchange reserves has been systematically growing and at the end of the analyzed period this currency became one of

the world's free favorite reserve currencies. Short-lived disturbance in the D-mark appreciation vis-à-vis the U.S. dollar in the first half of 1980s, was compensated by its appreciation vis-à-vis other currencies.

Key words: Germany, West German mark (DM), international monetary system, revaluation, devaluation, foreign exchange reserves, balance of payments, current account deficit, international liquidity.

Translated by Tadeusz Karłowicz