

# MATERIAŁY I STUDIA

Zeszyt nr 168

---

## Rola złota w polityce pieniężnej Teoria monetarna w modelu ekonomii podaży

---

Krzysztof Nęczyński

Warszawa, grudzień 2003 r.

Projekt graficzny:

Oliwka s.c.

Skład i druk:

Drukarnia NBP

Wydął:

Narodowy Bank Polski  
Departament Komunikacji Społecznej  
00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21  
tel. (22) 653 23 35, fax (22) 653 13 21

© Copyright Narodowy Bank Polski, 2004

Materiały i Studia rozprowadzane są bezpłatnie.

Dostępne są również na stronie internetowej NBP: <http://www.nbp.pl>

---

 Spis treści
 

---

<b>Streszczenie</b> .....	<b>5</b>
<b>Spis wykresów</b> .....	<b>6</b>
<b>Wprowadzenie</b> .....	<b>7</b>
<b>1. Funkcjonowanie pieniądza opartego na złocie.</b> .....	<b>10</b>
1.1. System z Bretton Woods .....	10
1.1.1. <i>Funkcjonowanie systemu z Bretton Woods</i> .....	11
1.1.2. <i>Narastanie trudności</i> .....	14
1.1.3. <i>Upadek systemu z Bretton Woods</i> .....	15
1.1.4. <i>Dlaczego upadł system z Bretton Woods?</i> .....	16
1.1.5. <i>Nieprzekonywające wyjaśnienia upadku Systemu z Bretton Woods</i> .....	17
1.2. Podsumowanie .....	18
<b>2. Inflacja</b> .....	<b>20</b>
2.1. Wprowadzenie .....	20
2.2. Inflacja i bezrobocie w teorii ekonomii - keynesizm .....	20
2.3. Teoria inflacji - monetaryzm .....	21
2.4. Komplikowanie modeli .....	24
2.4.1. <i>Naturalna stopa bezrobocia</i> .....	24
2.4.2. <i>Analiza oczekiwań</i> .....	25
2.5. Inflacja z perspektywy historycznej .....	26
2.6. Hipoteza Roberta Mundella .....	27
2.7. Inflacja w modelu ekonomii podaży .....	29
2.7.1. <i>Wady systemu płynnych kursów walutowych – argument Mundella-Laffera</i> . . .	31
2.8. Podsumowanie .....	32
<b>3. Deflacja</b> .....	<b>33</b>
3.1. Kryzys początku lat 80 .....	33
3.2. Interpretacja przyczyn kryzysu w modelu szkoły podaźowej .....	34
3.2.1. <i>Monetarystyczna analiza fenomenu deflacji</i> .....	36
3.2.2. <i>Zastrzeżenia do teorii monetarystycznej</i> .....	37
3.3. Deflacja 1997-2002 .....	38
3.4. Podsumowanie .....	40
<b>4. Teoria monetarna szkoły podaźowej</b> .....	<b>42</b>
4.1. Z czego wynikają właściwości monetarne złota? .....	44

4.2. Pieniądz jako jednostka miary .....	45
4.3. Optymalna polityka monetarna w doktrynie szkoły podaży .....	46
4.4. Rozróżnienie pieniądza i kredytu .....	47
4.5. Szczegółowa analiza fenomenu inflacji i deflacji .....	48
4.5.1. Krytyka pojęcia „poziom cen” .....	48
4.5.2. Symetria inflacji i deflacji .....	49
4.5.3. Skutki zmiany wartości pieniądza. ....	49
4.6. Standard złota w ekonomii podaży i szkole austriackiej .....	50
<b>5. Zakończenie .....</b>	<b>52</b>
<b>6. Bibliografia .....</b>	<b>53</b>

---

## Streszczenie

---

Praca zmierza do wykazania, iż w polityce monetarnej złoto stanowi stabilny punkt odniesienia i, w konsekwencji, może służyć jako wskaźnik o wyjątkowej mocy prognostycznej. Trafności tego stwierdzenia dowodzi analiza historii najważniejszej waluty świata – dolara. Poprzez badanie funkcjonowania pieniądza opartego na złocie (system z Bretton Woods) oraz porównanie natury i przebiegu zjawisk inflacyjnych (lata 70. XX wieku) i deflacyjnych (okres 1997-2002) w pracy wskazano na silne korelacje pomiędzy wahaniami nominalnej ceny złota a zmianami sytuacji monetarnej. W końcowej części została przedstawiona jakościowa teoria pieniądza, czyli całościowa koncepcja polityki monetarnej w modelu ekonomii podaży. Praca kończy się wnioskiem, że złoto może służyć jako podstawa stabilnego (niepodatnego na inflację i deflację) międzynarodowego systemu monetarnego.

**Słowa kluczowe:** standard złota, ekonomia podaży, Bretton Woods, inflacja, deflacja, Robert Mudell, Jude Wanniski.

---

## Spis wykresów

---

Wykres 1 .....	.23
Wykres 2 .....	.28
Wykres 3 .....	.29
Wykres 4 .....	.42

---

## Wprowadzenie

---

Niniejsza praca przedstawia problem związków pomiędzy pieniądzem a złotem. To zagadnienie znajduje się poza głównym nurtem współczesnej ekonomii, który tworzą, z jednej strony monetaryzm, a z drugiej keynesizm. Oba dominujące kierunki bardzo sceptycznie odnoszą się do jakichkolwiek związków pieniądza ze złotem. Z popularności, jaką cały czas cieszy się pejoratywne określenie „barbarzyński relik<sup>1</sup>”, można wywnioskować jak powszechnym wśród ekonomistów jest to przekonanie.

W literaturze ekonomicznej trudno znaleźć poważną krytykę racji przedstawianych przez zwolenników systemu opartego na złocie. Najczęstsze stanowisko sprowadza się do stwierdzenia, iż standard złota to zamknięty już rozdział w monetarnych dziejach świata. Wedle najbardziej znanego argumentu taki system nie mógłby dziś funkcjonować, gdyż złota jest za mało. Gospodarka światowa rośnie w tempie szybszym niż produkcja kruszcu. W takim stanie rzeczy system monetarny byłby strukturalnie narażony na deflację. Ponadto system oparty na złocie, w ocenie wielu ekonomistów, jest zbyt sztywny. Związanie pieniądza ze złotem pozbawiłoby władze monetarne instrumentu działania, który mógłby okazać się wielce użyteczny w razie nadzwyczajnych okoliczności jak np. szok podaży czy panika na giełdzie. Standard złota w przekonaniu większości ekonomistów nie jest odpowiednim reżimem monetarnym dla gospodarki początku XXI wieku z powodu niewystarczającej ilości i zbyt niskiej elastyczności podaży złotego kruszcu.

Wedle zgodnej opinii obu dominujących szkół, złoto nie wyróżnia się niczym spośród tysięcy innych dóbr. Za istotne przesłanki w kształtowaniu polityki pieniężnej uważa się przede wszystkim indeksy cen, zwłaszcza indeks cen konsumpcyjnych, wielkość masy pieniądza, wysokość stóp procentowych i ogólną sytuację gospodarczą (wzrost gospodarczy mierzony najczęściej PKB, wielkość bezrobocia, wolumen inwestycji, oszczędności itp.). Indeks CPI jest najczęściej przyjmowanym miernikiem inflacji.

Nie sposób zdać sprawy z ogromnej literatury, która stanowi podstawę obecnego stanu wiedzy i dyskusji w dziedzinie pieniężnej. Istnieje nieprzebrana ilość modeli służących analizie zjawisk monetarnych. Najczęściej są one wariacjami trzech podstawowych ujęć, które w największym skrócie można streścić następująco:

- model IS-LM (równowaga pomiędzy rynkiem dóbr i rynkiem pieniądza) - ekspansja monetarna powoduje spadek stóp procentowych, to przekłada się na wyższy popyt inwestycyjny, a w konsekwencji na większą produkcję globalną. Taka polityka zwiększa ryzyko inflacji. Zwalczanie inflacji polega na zacieśnieniu polityki monetarnej, co podnosi poziom stóp procentowych, a w konsekwencji może osłabić wzrost gospodarczy,
- krzywa Phillipsa - istnieje odwrotna zależność między inflacją i bezrobociem; kiedy inflacja rośnie, bezrobocie maleje i vice versa,
- ilościowa teoria pieniądza - ogólny wzrost poziomu cen jest zawsze zjawiskiem monetarnym. Inflacja występuje kiedy ilość pieniądza rośnie szybciej niż produkcja globalna (PKB).

Współczesna debata opiera się głównie na tych trzech podstawowych modelach. Strony zasadniczo zgadzają się, że ekspansja monetarna (większa podaż pieniądza bądź obniżenie kontrolowanych przez bank centralny stóp krótkoterminowych) to ryzyko większej inflacji, ale jednocześnie szansa na szybszy wzrost gospodarczy i niższe bezrobocie. Spory dotyczą przede

---

<sup>1</sup> Po raz pierwszy sformułowania tego w odniesieniu do standardu złota użył Keynes w mowie przed Izłą Lordów 23 maja 1944 r. Do dzisiaj jest używane często w literaturze przedmiotu.

wszystkim warunków brzegowych i ograniczeń w stosowaniu instrumentów polityki pieniężnej. Gorące dyskusje toczą się na płaszczyźnie praktycznej - w jakiej sytuacji można bezpiecznie poluzować politykę monetarną, a kiedy jest to niewskazane.

Z powyższym ujęciem zależności monetarnych polemizują zwolennicy standardu złota skupieni w dwóch ośrodkach.

Pierwszym z nich jest szkoła austriacka. Jej współczesna amerykańska gałąź wywodzi się od Ludwiga von Misesa. Zmarły przed kilkoma laty Murray Rothbard rozwinął na gruncie legalistycznym monetarne idee Misesa. Wynikiem tego jest teoria, która zwykle kojarzy się z pojęciem standardu złota, a mianowicie postulat 100% pokrycia w złocie dla krążącego w gospodarce pieniądza papierowego.

Drugi obóz zwolenników złota tworzą przedstawiciele ekonomii podaży (supply-side economics). Najbardziej znanymi postaciami tego nurtu są Robert Mundell i Artur Laffer. Szczególnie nazwisko tego drugiego kojarzy się z ekonomią podaży za sprawą tzw. krzywej Laffera, idei, która legła u podstaw znacznych obniżek podatków przeprowadzonych na początku lat 80 w USA i Wielkiej Brytanii. Jude Wanniski jest trzecim wielkim szkoły podażowej. W swojej klasycznej książce „The way the world works”, licznych artykułach w prasie i na stronach prowadzonego w internecie „Supply-Side University” spopularyzował i rozwinął dorobek szkoły, zwłaszcza w dziedzinie monetarnej.

Wedle zwolenników ekonomii podaży złoto jest bardzo istotnym punktem odniesienia w polityce monetarnej. Uważają oni, że nie jest ono jednak samym pieniądzem, w przeciwieństwie do tego, co twierdzą austriacy<sup>2</sup>.

\* \* \*

W toku pracy będę starał się pokazać, że złoto w domenie pieniężnej gra bardzo istotną rolę. Broniąc stanowiska zajmowanego przez szkołę podażową, przedstawię argumenty na rzecz tezy, iż w polityce monetarnej złoto stanowi stabilny punkt odniesienia i z tego powodu może służyć jako wskaźnik o wyjątkowej mocy prognostycznej. Tej hipotezy nie sposób uzasadnić inaczej niż przez analizę historyczną.

## Dlaczego dolar?

W celu pokazania związku między pieniądzem a złotem wybór dolara jako przedmiotu badania jest naturalny. Amerykański dolar jest najważniejszą walutą na świecie, pieniądzem największej gospodarki. Oznacza to, że w najmniejszym stopniu wpływają na niego zaburzenia zewnętrzne, nie wynikające z polityki FED. W przypadku mniej znaczących walut zmiana warunków monetarnych może być skutkiem polityki lokalnego banku centralnego, ale pośrednio może wynikać z wahań głównego punktu odniesienia, jakim jest pieniądz amerykański. Wybór dolara jako przedmiotu analizy pozwala w największym stopniu zaniedbać wpływ otoczenia zewnętrznego na funkcjonowanie pieniądza.

Bardzo istotny jest też fakt, że w dolarach są kwotowane ceny surowców na wszystkich najważniejszych giełdach towarowych. Cena baryłki ropy, uncji złota czy tony miedzi zawsze wyrażona jest w dolarach. Związek dolara i złota jest więc bezpośredni, podczas gdy dla wszystkich innych walut cena złota jest pochodną ceny w dolarach i kursu wymiany walut.

\* \* \*

W rozdziale pierwszym omówione zostaną zalety i wady systemu monetarnego opartego na złocie. W tym celu zbadam zasady funkcjonowania i przyczyny upadku systemu z Bretton Woods.

<sup>2</sup> Bliższe wyjaśnienie różnic między 100% standardem złota rothbardian i wersją szkoły podażowej zawiera rozdział 4.



Tematem rozdziału drugiego będzie inflacja. Przez pryzmat różnych teorii spróbuję wyjaśnić przyczyny i przebieg inflacji lat 70.

Rozdział trzeci dotyczy deflacji. Pokażę, że ostra recesja 1982-83 była w istocie wynikiem deflacji. Analizę tego rzadkiego zjawiska monetarnego rozwinę na przykładzie stanu amerykańskiej gospodarki w latach 1997-2002.

W końcu, rozdział czwarty posłuży wyciągnięciu wniosków teoretycznych z przeanalizowanych przykładów. Przedstawię tam argumenty na rzecz tezy iż:

1. Pieniądz jest przede wszystkim jednostką miary
2. Złoto najlepiej może posłużyć do zdefiniowania owej jednostki miary
3. Zmiany wartości owej jednostki mają skutki realne
4. Te skutki dla gospodarki jako całości są niekorzystne
5. W związku z powyższym, jedynym celem polityki monetarnej powinno być zachowanie stałej wartości ekonomicznej jednostki miary czyli pieniądza.

# Funkcjonowanie pieniądza opartego na złocie

## 1.1. System z Bretton Woods

W miarę przybliżania się do zwycięskiego końca II wojny światowej przed Aliantami stawał problem odbudowy zniszczonych gospodarek. Powszechnie odczuwano potrzebę ustanowienia nowego światowego systemu gospodarczego. Miał on przede wszystkim nie dopuścić do powtórzenia sytuacji z lat międzywojennych. Szczególnie lata 30 dowiodły nieskuteczności polityki izolacjonizmu gospodarczego. W tym okresie państwa prześcigały się w dewaluowania swoich walut i wprowadzaniu kolejnych barier dla handlu międzynarodowego. W latach 40 nie było już wątpliwości, że taka polityka przyczyniła się do pogłębienia Wielkiego Kryzysu, a w konsekwencji również do wybuchu drugiej wojny światowej. Nowy system miał więc promować wolność handlu i stabilność monetarną.

Z drugiej strony ówczesny klimat intelektualny wykluczał możliwość powrotu do klasycznego standardu złota. Zarówno ekonomia akademicka jak i praktyczna wchodziły w okres fascynacji interwencjonizmem. Na uniwersytetach królował Keynes, a politycy skłaniali się ku bardziej aktywnej działalności państwa w gospodarce. Standard złota w ogólnym przekonaniu nazbyt krępował wolność polityki pieniężnej, np. całkowicie wykluczał możliwość kierowania kursem walutowym.

Konferencja, której zadaniem było wypracowanie ram powojennego ładu gospodarczego, została zwołana w pierwszych tygodniach lipca 1944r. w Bretton Woods, małej wypoczynkowej miejscowości w stanie New Hampshire. Pomimo formalnie równego statusu wszystkich 44 krajów alianckich uczestniczących na konferencji główne skrzypce grali John Maynard Keynes i Harry Dexter White, reprezentanci rządów odpowiednio Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych.

Wśród uczestników konferencji panowała zgoda, co do najważniejszej kwestii. Konstrukcja nowego systemu miała zapewnić jednocześnie stabilność i elastyczność. Miał umożliwiać pewne regulowanie gospodarką rynkową, ale także nie dopuścić do powstania chaosu jak w latach międzywojennych. Warunki takie spełniała przyjęta koncepcja kursów związanych, ale dopuszczających regulację. Oznaczało to, że waluty będą wymienne po stałych kursach. Przewidziano jednak możliwość ich zmiany. W przypadku „fundamentalnej nierównowagi”<sup>3</sup> obniżenie kursu waluty miało być dopuszczalne.

Ustalenia z Bretton Woods nie negowały praw państwa do dewaluacji swojej waluty. Chodziło raczej o to, aby zniechęcić kraje członkowskie do uciekania się do tego kroku, postrzeganego jako szkodliwy dla jego partnerów handlowych. Jeśli jednak takie rozwiązanie okazałoby się konieczne, to decyzja miała być uzgodniona z zainteresowanymi stronami na forum Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

Należało jeszcze ustalić jak będą tworzone rezerwy monetarne dla tak zaprojektowanego systemu. Kwestia ta sprowadza się do pytania, kto będzie miał władzę nad procesem kreacji pieniądza. W tym punkcie wizje Keynesa i White’a bardzo się różniły.

Keynes chciał utworzenia międzynarodowego banku centralnego. Miał on emitować własny pieniądź, który służyłby jako rezerwa dla wszystkich walut narodowych. Angielski ekonomista

<sup>3</sup> Na marginesie warto odnotować zaskakującą niekonsekwencję projektantów systemu. Ani w artykułach Porozumienia ani w późniejszych ustaleniach nie zdefiniowano choćby w przybliżeniu, czym charakteryzuje się fundamentalna nierównowaga. Wkrótce okazało się, że interpretacja tego ograniczenia jest przedmiotem ogromnych kontrowersji.

uważał, że tylko ponadnarodowa instytucja będzie się w stanie wznieść ponad partykularne interesy poszczególnych krajów i kierować światową polityką monetarną dla dobra wszystkich członków systemu, bez inflacji, ale z wystarczającą ilością rezerw by oddalić widmo recesji.

White był niechętny wszelkim rozwiązaniom mogącym podaważyć pozycję dolara jako najważniejszej waluty świata. W celu amortyzowania kryzysów amerykański sekretarz skarbu optował za utworzeniem Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Wyposażony w środki przez kraje członkowskie miał on być instytucją kredytową dla państw którym brakowało płynnych rezerw.

Benjamin Cohen<sup>4</sup> twierdzi, że uczestnicy konferencji nie zamierali zmieniać systemu gold-exchange standard, jaki funkcjonował w latach międzywojennych. W tej sytuacji rzeczywiście jedynie dolar mógłby być źródłem rezerw systemu. Będzie to lepiej widoczne, kiedy przedstawimy ówczesne realia.

W latach 30. wszystkie państwa z wyjątkiem stanów Zjednoczonych odeszły całkowicie od złota. W USA dolar cały czas był zdefiniowany jako pewna wielkość wyrażona w złocie. Tradycyjnie, od chwili powstania republiki było to 20,67\$ za uncję złota. W czasie Wielkiego Kryzysu prezydent Franklin Roosevelt zdewaluował dolara do 1/35 uncji złota. Jednocześnie przeprowadził ustawę, na mocy której obywatele USA byli zobowiązani do wymiany złota monetarnego pozostającego w ich posiadaniu na pieniądź papierowy. Ustawa jednocześnie penalizowała posiadania złota monetarnego. Ta regulacja faktycznie oznaczała zawieszenie wewnętrznej wymiennalności dolara na złoto. Parytet 35\$ za uncję stosowano jednak nadal w rozliczeniach międzynarodowych.

Po drugie, pod koniec II wojny światowej USA dysponowały 3/4 światowych zasobów złota monetarnego (24 mld \$). Zatem, jeśli system z Bretton Woods miałby funkcjonować jako gold-exchange standard, to jego podstawą mógł być tylko dolar.

Wbrew temu, co twierdzi Cohen, można przekonywująco argumentować, że motywacje i zamiary uczestników konferencji były całkiem odmienne. Ich celem nie było utworzenie systemu monetarnego na podstawie złota. Złoto cieszyło się złą sławą. Opozycja wobec powrotu do złota była silna, zwłaszcza ze strony Wielkiej Brytanii. Keynes uważał i nie był to pogląd odosobniony, że powrót do wymiennalności funta na złoto w latach dwudziestych był przyczyną głębokiego kryzysu, w jakim tkwiło Zjednoczone Królestwo w okresie międzywojennym<sup>5</sup>.

### 1.1.1. Funkcjonowanie systemu z Bretton Woods

Żeby wydobyć rolę złota w systemie przeanalizujemy kluczowe artykuły Porozumienia. Artykuł IV-4 podpunkt b: „Każdy członek zobowiązuje się, (...) że na jego terytorium transakcje wymiany pomiędzy jego walutą a walutą innych członków mogą zachodzić w granicach limitu zapisanego w sekcji 3 niniejszego artykułu [+/-1% od par value dla transakcji typu spot (natychmiastowych) a dla innych w nie przekraczające limitu, który Fundusz uzna za rozsądny-przyp. KN]”<sup>6</sup>. Literatura przedmiotu pozwala stwierdzić, że początkowe brzmienie tego podpunktu ograniczało się do tego jednego zdania<sup>7</sup>.

Jak wówczas miałby funkcjonować taki system? Wystarczy rozważyć prosty przykład, by stwierdzić, że nie mógłby on działać wcale. Niech jeden z krajów członkowskich emituje nadmierną

<sup>4</sup> Hasło „Bretton Woods System” z Routledge Encyclopedia of International Political Economy [www.polsci.ucsb.edu/faculty/cohen/inpress/bretton.html](http://www.polsci.ucsb.edu/faculty/cohen/inpress/bretton.html)

<sup>5</sup> Keynes uważał złoto za „barbarzyński relikw” i przyczynę problemów Wielkiej Brytanii w latach 20. i 30. Po pierwszej wojnie światowej rząd Jego Królewskiej Mości zdecydował się na powrót do standardu złota. Powodowany względami prestiżu (Londyn miał być znowu centrum finansowym świata) i w wierze, że można naprawić szkody wyrządzone przez inflację pierwszej wojny światowej, ustalili parytet zdewaluowanego w czasie wojny funta na wcześniejszym, tradycyjnym poziomie. Wyznaczony przez stosunek parytetów kurs funta był więc znacznie zawyżony. W konsekwencji, poziom cen w Zjednoczonym Królestwie był absurdalnie wysoki w porównaniu z resztą świata. Eksport zamarł, a ceny wszystkich dóbr musiały dostosować się do nowego poziomu w bolesnym procesie deflacji. Na marginesie możemy dodać że, wbrew opinii Keynesa, powodem wysokiego bezrobocia i wolnego rozwoju Wielkiej Brytanii nie był sam powrót do złota, lecz wymuszona zbyt wysokim parytetem deflacja.

<sup>6</sup> [www.imf.org/origins/original1.html](http://www.imf.org/origins/original1.html)

<sup>7</sup> Mundell i Wanniski zgodnie stwierdzają, że drugie zdanie zostało dopisane później.

ilość pieniądza. Nie wypuszcza go jednak na własny rynek, lecz w innych krajach członkowskich nabywa za nie waluty lokalne. Takie działanie musi zachwiać kursem waluty A w kraju B i ten, w myśl porozumienia, jest zmuszony interweniować na rynku walutowym, aby podtrzymać kurs A. Zatem kraj A w zamian za zadrukowany papier nabywa realne dobra w B. Widać łatwo, że rozważany system załamuje się bardzo szybko.

Ale jeśli nawet nierealistycznie przyjmiemy, że wszyscy członkowie zachowują się odpowiedzialnie, system nie może funkcjonować ze względów technicznych. Zapis wprowadza stałe kursy wymiany na zasadzie każdy z każdym. Wynika z tego, że każdy kraj powinien mieć zapas walut wszystkich pozostałych członków (w chwili wejścia w życie Porozumienie obejmowało 44 państwa) na wypadek interwencji dla podtrzymania kursu. Największe kraje byłyby zmuszone do dostosowania swojej polityki monetarnej do wahań mało znaczących walut. Na przykład USA z zasady nie interweniowały na foreksie. Zatem wprowadzenie wyżej wspomnianej regulacji wymagałoby od największego uczestnika systemu zmiany podstawowych zasad działania w polityce monetarnej. Po drugie, nawet gdyby to było możliwe, USA nie miały zamiaru manipulować dolarem, najbardziej wiarygodnym pieniądzem na świecie, aby podtrzymać kurs wszystkich pomniejszych walut.

Perspektywa takich interwencji walutowych skłoniła Stany Zjednoczone do wprowadzenia klauzuli wyjątkowej: „członek, którego władze monetarne, dla potrzeb transakcji międzynarodowych, bez ograniczeń kupują i sprzedają złoto w granicach limitu ustalonego w sekcji 2 (\_\_\_ 1% od par value, czyli parytetu) tego artykułu będzie traktowany jako spełniający to zobowiązanie”.

Na mocy tego ustalenia Amerykanie mogli się zwolnić z konieczności interwencji na swoim rynku walutowym deklarując, że będą wymieniali dolary na złoto po stałym kursie. Ale konsekwencje tego ustalenia były daleko szersze. Klauzula wprowadzała asymetrię w systemie. Choć artykuły porozumienia nie wyróżniały żadnego państwa, wiadomym było, że warunek wymienialności waluty mogą spełnić tylko Stany Zjednoczone. W efekcie, w centrum systemu stał dolar jako jedyna waluta wymienialna na złoto. Na każde żądanie zagranicznych banków centralnych rząd amerykański zobowiązywał się do kupna i sprzedaży złota po 35\$ za uncję jubilerską. Wszystkie pozostałe kraje członkowskie miały utrzymywać kurs swojej waluty w granicach 1% od zadeklarowanego parytetu względem dolara<sup>8</sup>. Choć mało, kto zdawał sobie z tego sprawę, te dwie podstawowe zasady rozstrzygały już kwestię źródeł rezerw dla systemu. Miał być nim amerykański dolar.

Z uregulowań przyjętych w artykułach wynika, że Stany Zjednoczone są jedynym kreatorem rezerw w systemie. Wszystkie kraje z wyjątkiem samych Stanów Zjednoczonych wyraziły par value swoich walut w dolarach. Ratyfikując artykuły porozumienia obligują się do utrzymywania kursu swojej waluty w granicach 1% od par value. Oznacza to, że nie mogą samodzielnie zwiększyć zasobu swojego pieniądza na przykład przez kupno papierów wartościowych na otwartym rynku. Jeśliby, dajmy na to Bank Anglii, chciał powiększyć podaż pieniądza ponad posiadane rezerwy dolarowe i wykupił część długu państwowego za nowo wydrukowane banknoty (kupno na otwartym rynku), to posiadaczowi tak wykreowanego pieniądza opłacałoby się wymienić taniejące funty na pieniądź zachowujący wartość. Szybko pojawiłby się w Banku Anglii i zgodnie z ustaleniami systemu zażądał wymiany funtów na dolary. W tej chwili podaż pieniądza na rynku angielskim spada do pierwotnego poziomu. Funtów jest znów tyle samo, a Bank Anglii musi zaciągnąć pożyczkę w dolarach od FED (wymienić obligacje, które właśnie ściągnął z otwartego rynku na amerykańskie dolary). Za każdym razem, kiedy Bank Anglii chciałby rozszerzać ilość pieniądza ponad tempo wyznaczane przez Amerykanów, próba zakończyłaby się fiaskiem – również wtedy gdyby Bank Anglii dążył do stabilności cenowej przy deflacyjnej polityce FED.

Skoro tylko Stany Zjednoczone decydują o ilości rezerw (globalnej ilości pieniądza we wszystkich walutach) systemu, to także determinują światowy poziom cen i inflacji. Czy oznacza to,

<sup>8</sup> Należy też zauważyć, że przyjęta niedługo potem reguła (kraj utrzymujący kurs swojej waluty w parytecie względem dolara będzie traktowany jako spełniający wszystkie zobowiązania walutowe), która czyniła możliwym funkcjonowanie systemu, nie znalazła się w artykułach porozumienia. Było to rozwiązanie przyjęte ad hoc.

że kraje zewnętrzne muszą akceptować amerykańskie cele inflacyjne? Niekoniecznie. Choć kraje zewnętrzne nie są w stanie zrobić nic, aby powiększyć lub pomniejszyć ilość swojego lokalnego pieniądza, mogą naciskać na kraj będący kreatorem rezerw, aby zmniejszył lub zwiększył podaż swojej waluty będącej dla nich walutą rezerwową. Czynią to żądając konwersji dolarów na złoto. Wymiana dolarów na złoto zmniejsza ilość dolarów w systemie, a więc, traktując ilość złota za względnie stałą, także globalną ilość rezerw. Jeśli sprzedają złoto za dolary powiększają globalną ilość rezerw.

Kompletną teorię funkcjonowania takiej konstrukcji przedstawił Robert Mundell w pracy „Zasady systemu gold-exchange”: „zewnętrzne kraje wiążą swoją walutę (bezpośrednio, lub poprzez inną walutę – pośrednio) z walutą kraju wewnętrznego (amerykańskim dolarem) i ten sposób działają jako rezydualny nabywca i sprzedawca dolarów, podczas gdy kraj wewnętrzny (Stany Zjednoczone) wiąże swoją walutę z aktywami ostatecznymi (złotem), więc działa jako rezydualny nabywca i sprzedawca złota. To oznacza, że rozmiar deficytu USA determinuje wzrost rezerw monetarnych reszty świata, podczas gdy kompozycja tego deficytu determinuje zmiany w rezerwach Stanów Zjednoczonych przy danej stopie wzrostu ilości złota na świecie.

Kiedy polityka monetarna Stanów Zjednoczonych jest bardzo ekspansywna, kraje zewnętrzne muszą kupować znaczne ilości dolarów, a to ma dla nich konsekwencje inflacyjne; podobnie, jeśli polityka Stanów Zjednoczonych jest restrykcyjna, powstaje niedobór dolarów, a to ma konsekwencje deflacyjne dla reszty świata.

Zewnętrzne kraje mogą się bronić przed nadmiarem lub niedoborem dolarów zmieniając skład deficytu USA i w ten sposób wpływając na ich ilość ich rezerw. Kiedy polityka Stanów Zjednoczonych jest nadmiernie ekspansywna kraje zewnętrzne mogą wymienić dolary na złoto, to posunięcie pozostawia bez zmian poziom ich rezerw, ale niszczy rezerwy systemu jako całości, bo redukuje rezerwy Stanów Zjednoczonych. Analogicznie, jeśli polityka kraju wewnętrznego jest zbyt restrykcyjna, kraje zewnętrzne mogą wymienić złoto na dolary, co nie zmienia poziomu ich własnych rezerw, ale poprawia pozycję rezerw Stanów Zjednoczonych. Kompozycja amerykańskiego deficytu, która jest pod kontrolą krajów zewnętrznych jest mechanizmem, przez który kraje zewnętrzne oceniają wielkość całkowitego deficytu USA jako odpowiednią lub odbiegającą od optimum<sup>9</sup>.

Wszystko tu jest jasne i nie wymaga komentarza oprócz jednej uwagi. To, że Stany Zjednoczone mają obowiązek wymieniać swoją walutę na złoto po stałym kursie nie oznacza wcale, że są one w jakikolwiek sposób wewnętrznie ograniczone w kreacji pieniądza. FED posiada władzę tworzenia rezerw, jak to się czasami określa, z czystego powietrza. Proces ten można nazywać drukowaniem pieniądza, kupnem walorów na otwartym rynku bądź rozszerzaniem bilansu FED. Za każdym razem chodzi o to samo – amerykańskie władze monetarne część oprocentowanego długu państwowego zastępują walutą, które nie przynosi odsetek, ale, w przeciwieństwie do obligacji, jest legalnym środkiem płatniczym. W ten sposób funkcjonują wszystkie banki centralne. Specyfika Systemu z Bretton Woods polega na tym, że prawo kreacji pieniądza dla wielu krajów powierzono jednemu państwu.

Widać stąd też łatwo, że w przypadku rozszerzania bazy monetarnej, kraj-emitent notuje nieuchronnie deficyt płatności. Oznacza to, że więcej dolarów (w postaci obligacji lub banknotów) wypływa niż wpływa do USA.

Od początku funkcjonowania systemu odbudowująca się Europa i Japonia potrzebowały amerykańskich dolarów. Powszechnie mówiło się o istnieniu „niedoborów dolara”. Absorbując amerykańskie dolary państwa korzystały z podstawy zaufania, jakim obdarzona była waluta Stanów Zjednoczonych.

Dobremu funkcjonowaniu systemu sprzyjała sytuacja międzynarodowa i polityka gospodarcza USA. W czasie narastającego napięcia międzynarodowego (Zimna Wojna) Stany

<sup>9</sup> cytata za: Robert Mundell "The European Monetary System 50 Years After Bretton Woods" [www.columbia.edu/~ram15/ABrettwds.htm](http://www.columbia.edu/~ram15/ABrettwds.htm)

Zjednoczone postrzegały wspieranie sojuszników jako *raison d'état*. Ponadto USA tolerowały asymetrię w stosunkach handlowych z krajami Zachodniej Europy i Japonii. Nie stwarzały większych ograniczeń w dostępie do swojego rynku, mimo braku wzajemności ze strony partnerów handlowych.

### 1.1.2. Narastanie trudności

W 1950 r. Stany Zjednoczone po raz pierwszy raz od 1888r. zanotowały deficyt handlowy. Mimo to, wedle zgodnej opinii Europejczyków i Amerykanów, był to czas „korzystnej nierównowagi”. Kraje członkowskie systemu weszły w okres bezprecedensowej prosperity. W 1958 r. sytuacja zmieniła się, mimo że Amerykanie prowadzili cały czas podobną politykę. Podczas gdy wcześniej Europejczycy narzekali na „niedobór dolara”, teraz problemem stało się „dolarowe przesylenie”. Notujące nadwyżki kraje Europy i Japonia wołały teraz otrzymywać raczej złoto niż dolary. Podczas kiedy latach 1950-1958 amerykański deficyt tylko w 10% był pokryty złotem, w ciągu następnego dekad USA za nadwyżkowy import w 60% płaciły złotem. Między Stanami Zjednoczonymi a pozostałymi członkami systemu zaczęły narastać spory. Strony zaczęły się wzajemnie obwiniać się o powodowanie nierównowagi w bilansie handlowym.

Stany Zjednoczone stały na stanowisku, że waluty krajów zewnętrznych są niedowartościowane, co premiuje eksport do USA. Amerykanie twierdzili, że kraje „nadwyżkowe” osiągnęły przewagę konkurencyjną zaniżając kurs własnych walut. Mogłyby więc, w przekonaniu USA, rozwiązać problem wzmacniając swój niedoszacowany kurs walutowy. Europa i Japonia z drugiej strony chciały, aby Stany Zjednoczone rozwiązały problem swojego deficytu handlowego. Podnosiły przy tym argument, że to USA dysponują przewagą korzystając z przywileju (De Gaulle ochrzcił go mianem *le privilège exorbitant*) finansowanie swojego deficytu nowym pieniądzem.

W 1960 r. Robert Triffin zdiagnozował problem trapiący system z Bretton Woods. W znanej książce „*Gold and Dollar crisis*” postawił tezę: konstrukcja międzynarodowego systemu finansowego zawiera poważną wadę. Jeśli USA nie będą miały deficytu płatności pozostałe państwa członkowskie zostaną pozbawione źródła rezerw. W sytuacji braku płynności gospodarka światowa pogrąży się w recesji. Jeśli natomiast dalej będą dostarczały światu rezerw monetarnych, deficyty handlowe, które nieuchronnie zaistnieją, podważą zaufanie do dolara, który nie będzie zatem mógł spełniać funkcji waluty rezerwowej.

Triffin zaproponował rozwiązanie dla tego paradoksu – należy stworzyć nowe źródło rezerw, niezależne od złota czy dolarów. Taka była idea nowego aktywu rezerwowego – SDR (specjalne prawo ciągnięcia). Wprowadzenia SDR miało pozwolić Stanom Zjednoczonym zredukować ich deficyt handlowy bez pozbawiania reszty świata źródła rezerw. Idea SDR nawiązywała do pomysłu Keynesa forsowanego bezskutecznie w 1944r. Wedle autora „*Ogólnej teorii zatrudnienia, procentu i pieniądza*” międzynarodowy system walutowy potrzebuje ponadnarodowego, kolektywnie zarządzanego pieniądza. SDR miały być krokiem w tym kierunku.

Inauguracja SDR w 1968 r. niczym nie poprawiła sytuacji systemu. Wcześniej podjęto szereg działań, które miały przynieść poprawę. W 1961 r. kluczowe państwa europejskie i Stany Zjednoczone postanowiły utworzyć fundusz złota (*gold pool*). Miał on, w razie potrzeby, zostać użyty dla podtrzymania ceny złota na wolnym rynku na poziomie 35\$ za uncję. W 1966 r., na skutek, jak twierdzi oficjalna wersja MFW, „dramatycznego wzrostu prywatnego zakupu złota przez spekulantów” fundusz został wyczerpany. Państwa członkowskie musiały sięgnąć do własnych rezerw, by zaspokoić rosnący popyt na złoto na londyńskiej giełdzie.

Stany Zjednoczone ze swojej strony próbowały powstrzymać odpływ dolarów za granicę. W tym celu ustanowiono zasadę, że pomoc finansowa USA dla innych państw musi być przeznaczona na zakup amerykańskich towarów. Wedle IMF, regulacji tej była ściśle przestrzegano. Ponadto w 1963 r. i 1964 r. USA nałożyły tzw. podatki wyrównujące odsetki. Obejmowały one cudzoziemców inwestujących w amerykańskie akcje lub obligacje. Podatek także zwiększał

koszt pożyczek dolarowych. Wreszcie w 1965 r. prezydent Johnson zainaugurował „Dobrowolny Program Kontroli Kapitału”, którego celem było zniechęcanie do amerykańskich inwestycji za granicą. Trzy lata później, wobec fiaska prób zatrzymania deficytu rachunków bieżących te restrykcje otrzymały sankcje prawną (stały się obowiązkowe).

Wszystkie te działania zmierzały do ograniczenia amerykańskiego deficytu. Z pozoru wydaje się to słuszna droga. Zostało ustalone, że rozmiar amerykańskiego deficytu wyznacza podaż światowych rezerw monetarnych. Jeśli ograniczyć deficyt, albo jeszcze lepiej sprokurować nadwyżki, to Eurodolary muszą wrócić do USA. W ten sposób rozumowali Amerykanie i taki cel przyświecał im pod koniec lat 60. we wszystkich rozwiązaniach jakich próbowali. Usiłowali najpierw wymusić dewaluację własnej waluty, choć taka możliwość nie była przewidziana w artykułach porozumienia. Skoro nie można zdeprecjonować własnej waluty, można naciskać na innych, aby aprecjowali waluty zewnętrzne. W 1969r. rząd Niemiec uległ i zezwolił na wzmocnienie swojej waluty, żeby wesprzeć amerykański eksport. Oczywiście nie mogło to pomóc ani Stanom Zjednoczonym ani systemowi, który nie chorował na przewartościowanie amerykańskiej waluty, lecz pękał od nadmiaru dolarów. USA nie musiały się martwić o stabilizowanie kursów – ich zadanie polegało na utrzymaniu stałej wartości dolara. Aby dolar był atrakcyjniejszy od 1/35 uncji, należało po prostu ograniczyć jego ilość. Deficyt płatności zmniejszyłby się automatycznie.

### 1.1.3. Upadek systemu z Bretton Woods

Na początku lat 70. sytuacja gospodarcza Stanów Zjednoczonych była już bardzo niedobra. Inflacja wynosiła 5% przy bezrobociu sięgającym 5,6%. Administracja prezydenta Nixona przygotowała „budżet pełnego zatrudnienia”. Ten eufemizm służył jako określenie nieodmknętego na 15 mld dolarów budżetu federalnego. Na domiar złego miała mu towarzyszyć ekspansja kredytowa. FED pod przewodnictwem Artura Burnsa powiększał podaż pieniądza w tempie 11% rocznie. Po kilku miesiącach było jasne, że rozwiązanie nie przynosi poprawy w Stanach Zjednoczonych.

Nadwyrężony wcześniejszymi kryzysami międzynarodowy system monetarny nie wytrzymał kolejnej fali niechcianych dolarów. Dodatkowy pieniądź, zgodnie z naturą systemu, rozlał się po wszystkich krajach systemu. Kanałów było wiele. Ekspansja monetarna obniżyła stopę procentową w USA. Kiedy spadła dochodowość amerykańskich obligacji, przyciągnięty wcześniej atrakcyjnym oprocentowaniem kapitał portfelowy wrócił do Europy. Bardzo łatwo dostępny kredyt Amerykanie przeznaczali również na zakup zagranicznych towarów. Wszystko to sprawiło, że do europejskich banków centralnych tłumnie stawiali się klienci żądając wymiany dolarów na lokalne waluty. Banki centralne z kolei, skupiwszy zgodnie z umową nadmiar dolarów, chciały je wymienić na złoto, które przynajmniej nie podlegało inflacji.

Ekspansywna polityka monetarna w Stanach Zjednoczonych okazała się nie do pogodzenia z ustalonymi w Bretton Woods zobowiązaniami. 15 sierpnia 1971 r. prezydent Nixon w serii posunięć mających przynieść ulgę pogrążającej się w chaosie gospodarce zawiesił wymienialność dolara na złoto. Rząd Stanów Zjednoczonych jednocześnie wprowadził podatek importowy, który którego zniesienie państwa europejskie okupiły zgodą na dewaluację dolara. Sytuacja była już jednak bardzo niestabilna. Ratunkowy plan Nixona nie działał. Kilka miesięcy później Nixon podjął próbę odbudowania międzynarodowego systemu walutowego. W tzw. „Smithsonian Agreement” ustalono, że kursy będą stałe (w czasie negocjacji w Waszyngtonie kolejny raz dostosowano parytety do bieżącej sytuacji), lecz już bez wymienialności dolara na złoto. Smithsonian Agreement, według przekonania Nixona „najważniejsze porozumienie monetarne w historii świata” po kilku miesiącach już nie funkcjonowało. W zamysłach tymczasowe odejście od złota nigdy nie zostało odwieszono. W 1973 r. George Schultz (ówczesny amerykański sekretarz skarbu) przy masowym poparciu ze strony większości ekonomistów potwierdził, że kursy walut będą wyznaczone przez grę sił popytu i podaży. Cały kapitalistyczny świat wchodził w okres najostrej inflacji w historii. Galopująca inflacja w połączeniu z progresywnymi skalami podatkowymi zaowocowała fenomenem stagflacji, który przeczył wszystkim aksjomatom akademickiej ekonomii.

#### 1.1.4. Dlaczego upadł system z Bretton Woods?

##### 1.1.4.1. Błędy w konstrukcji

Można wyróżnić kilka grup czynników. Po pierwsze od samego początku konstrukcja systemu zawierała poważny mankament. Prawo do konwersji waluty wewnętrznej na złoto przysługiwało tylko instytucjom rządowym. W tej sytuacji operacje wymiany mogły okazać się ryzykowne politycznie. Kraj wewnętrzny wyciąga korzyści związane z emisją waluty rezerwowej dla pozostałych państw członkowskich. Przy wymianie waluty na złoto korzyści te zostają ograniczane. Istnieje zatem możliwość, że żądanie konwersji Stany Zjednoczone uznają za akt względem siebie wrogi, motywowany rozmaitymi racjami, niekoniecznie ekonomicznymi. Mundell wskazuje, że zewnętrzne kraje mogą ostrzec Stany Zjednoczone żądając wymiany waluty na złoto, ale nie mogą obniżyć zapasu złota Stanów Zjednoczonych poniżej pewnego minimum kiedy USA nie opłaca się dłużej podtrzymywać istnienia systemu. Teoretycznie pole działania Stanów Zjednoczonych także było ograniczone. Nie powinny one zbyt forsować swoich interesów kosztem innych członków systemu, którzy mogą porzucić kotwicę dolarową bezpośrednio na rzecz złota. Europejczycy nigdy się na taki krok nie zdecydowali.

Innymi słowy, w systemie Bretton Woods sygnał wskazujący kierunek polityki monetarnej był mediowany politycznie (dyskrecjonalna decyzja zewnętrznego banku centralnego do żądania konwersji). Sytuacja byłaby znacznie czytelniejsza gdyby wymiana złoto/dolar przysługiwała każdemu, także zwykłym obywatelom. Wówczas spadek bądź wzrost poziomu rezerw złota (wynik wielkiej ilości indywidualnych decyzji) byłby tylko i wyłącznie sygnałem ekonomicznym, dokładnie tak samo jak na przykład poziom indeksu cen.

Rozważając zagadnienie konstrukcji porozumienia monetarnego warto zwrócić uwagę na fakt, że regulacja, która w ogóle umożliwiała funkcjonowanie systemu, była zasadą wprowadzającą wyjątek (Artykuł IV-4b pozwalał krajowi członkowskiemu zamiast, w miejsce utrzymywania parytetu względem wszystkich innych walut zobligować się do utrzymania stabilności względem złota).

Pierwotnie artykuły Porozumienia przewidywały, że kraje członkowskie będą utrzymywały stałe (w granicach 1%) kursy względem wszystkich innych walut. Oczywiście nawet w wyobraźni trudno przeprowadzić jak taki system miałby funkcjonować (Przypuśćmy, że jedna waluta odchyła się od parytetu względem pozostałych – kto ma interweniować ów kraj czy wszyscy naraz, w jaki sposób ma to być koordynowane.) Szybko ustalono, że kraj utrzymujący sztywny kurs z walutą wymienną na złoto (w praktyce amerykańskiego dolara) będzie traktowany jako spełniający wszystkie kursowe zobowiązania.

W gruncie rzeczy, to jedno wtrącone zdanie zapewniało jedyne połączenie międzynarodowego systemu sztywnych walut z rzeczywistością gospodarczą. Bez niego waluty byłyby spięte ze sobą, ale nie związane z realną gospodarką, z poziomem cen na przykład. Podczas gdy cała konstrukcja systemu miała na względzie koordynację polityki monetarnej (przez zapewnienie stałości kursów wymiany) jedno wtrącone zdanie miało sprawić, że owa wspólna polityka będzie dobra.

Te kilka uwag pozwala stwierdzić, że system z Bretton Woods od samego zarania zdaje się raczej prowizoryczną konstrukcją niż przemyślnym rozwiązaniem.

##### 1.1.4.2. Nieumiejętne zarządzanie

Po drugie, od początku politycy i ekonomiści zadawali się nie rozumieć natury systemu, który stworzyli. Świadczy o tym sama konstrukcja systemu, podejmowane później decyzje dotyczące jego ratowania, motywacje owych decyzji, a nawet współczesna literatura dotycząca Bretton Woods. Pokażę to na kilku najbardziej znaczących przykładach.

Uczestnicy konferencji chcieli zapewnić stabilność kursów i tylko niejako przypadkiem skonstruowali system waluty połączanej (gold-exchange standard). Zgodzili się, że kursy miały być stałe, ale mogły w szczególnych okolicznościach podlegać rewizji. Zasadniczy spór sprowadzał się do pytania: jakie będą źródła rezerw dla tak skonstruowanego systemu. Keynes chciał międzyin-



dowego banku emitującego własną walutę – kierowanego przez specjalistów i służącego interesom wszystkich członków pospołu. Amerykanie oczywiście preferowali dolara z tym, że jego siły upatrywali nie w złotej podstawie, a w fakcie, że powszechnie był uważany za walutę wiarygodną jako pieniądz najpotężniejszego gospodarczo i politycznie państwa. Argument, że wymiennialność walut na złoto stanowi lepszą gwarancję stabilności pieniądza niż niezależność władz monetarnych, jeśli w ogóle się na konferencji pojawił, to nie był decydujący. Na ostatecznej decyzji bardziej zaważyła niechęć Stanów Zjednoczonych do podporządkowania swojej polityki monetarnej wypadkowej działań wszystkich pozostałych krajów. USA nie życzyły sobie również zdeponowania dolara na rzecz mającego się znaleźć pod międzynarodową kontrolą nowego pieniądza. Stany Zjednoczone jako zdecydowanie najpotężniejsze z państw alianckich były w stanie przeforsować swoje stanowisko wbrew obiektywom ze strony Wielkiej Brytanii.

W Bretton Woods stworzony został gold-exchange system. Problem więc właściwie polegał na tym, że dla rządzący postrzegali system z Bretton Woods jako w istocie standard dolara. Miał on funkcjonować na zasadzie takiej: USA zapewnia stabilność prowadząc dobrą politykę makroekonomiczną (cokolwiek by to miało znaczyć). Pozostałe kraje partycypują w tej stabilności wiążąc swe waluty z dolarem. Złoto właściwie nie ma znaczenia.

Jeśli nie rozumiano roli złota to żądania konwersji były opacznie interpretowane. Kiedy od 1958 r. żądania konwersji dolarów na złoto zaczęły się nasilać, Amerykanie interpretowali ten sygnał jako znak, że system potrzebuje więcej rezerw. Skoro Europejczycy żądają złota, które jest aktywnym rezerwowym to, wnioskuje Amerykanie, potrzebują więcej rezerw. Powiększając więc podaż dolarów, co dalej pogarsza sytuację i prowokuje kolejną serię konwersji. Z tego faktu wyciągano wniosek, że złota w ogóle jest za mało, a nie, zgodnie z prawdą, że wyemitowano za dużo dolarów.

Ten błąd leży też u podstaw pozornego dylematu Triffena, którego poważne traktowanie najlepiej świadczy o niezrozumieniu istoty funkcjonowania systemu z Bretton Woods. Przypomnijmy, że w 1960 r. Robert Triffin stwierdził, że system znajduje się pomiędzy Scyllą niedostatku rezerw dla systemu a Charybdą chronicznych deficytów płatniczych Stanów Zjednoczonych. Dla rozwijających się gospodarek potrzeba coraz więcej pieniądza, więc fakt, że ze Stanów Zjednoczonych wypływało więcej dolarów niż do nich wracało jest zupełnie naturalny. Problem pojawił się wówczas, gdy deficyty przekształciły się w nadmierne deficyty. Różnicę można poznać po rosnącej cenie złota na wolnym rynku i nasilających się w związku z tym żądaniach wymian. Politycy i ekonomiści tak jednak na to nie patrzyli. Problemu upatrywali w tym, że rośnie cena złota na wolnym rynku, podczas kiedy był to objaw problemu polegającego na zbyt dużej ilości dolarów. Szokujący jest sam fakt, że rosnąca cena złota była postrzegana jako wspólna troska wszystkich krajów, choć wina oczywiście leżała wyłącznie po stronie kreatora pieniądza, czyli USA. Najbardziej zasobne w złoto państwa zgodziły się utworzyć fundusz złota dla stabilizowania cen na wolnym rynku. Co to właściwie oznacza? Rynek bije na alarm, zagłuszmy rynek zasypując go złotem. Kiedy ta próba zakończyła się fiaskiem i zabrakło złota w funduszu zaproponowano jeszcze ostrzejsze rozwiązanie. Była nim tzw. two tier theory. Od tej pory cena złota na rynku miała nie mieć żadnego wpływu na politykę monetarną. Złoto, które krążyło między centralnymi bankami miało być zupełnie czymś innym niż złoto na wolnym rynku. Filozofia „two tier” zupełnie odpowiada zachowaniu satrapy, który miał w zwyczaju ignorować posłańców przynoszących złe wieści.

### 1.1.5. Nieprzekonywające wyjaśnienia upadku Systemu z Bretton Woods

Teraz spróbuję w świetle tych ustaleń skomentować alternatywne diagnozy i eksplikacje trudności systemu z Bretton Woods.

#### 1.1.5.1. Niedobory złota

Najpopularniejsza teoria głosi, że system upadł, ponieważ złota było i jest za mało. Przeciwnicy złota wskazują na rozmaite statystyki, np. podczas gdy w latach 1948- 1970 handel międzynarodowy wzrósł wielokrotnie, ilość złota powiększyła się tylko o kilkanaście procent. Zasadniczo chodzi o to, że gospodarka światowa rozwija się szybciej niż przybywa złota. Trzeba podkreślić, że to przekonanie jest podzielane przez ogromną większość ekonomistów.

Zwolennicy tego stanowiska nie dostrzegają istotnych szczegółów. Istnieje wiele sposobów ustanowienia standardu złota (za standard złota przyjmują każdy system walutowy, w którym wartość pieniądza wyrażona w złocie) spośród których system 100% pokrycia w złocie jest przypadkiem szczególnym, który właściwie nigdy w świecie nie istniał. Rola złota nie polega na leżeniu w skarbu jako pokrycie dla cyrkulujących banknotów. Złoto jest najlepszym, choć i tak oczywiście niedoskonałym wskaźnikiem dla polityki monetarnej. Ponieważ jego zapas jest tak ogromny w porównaniu z produkcją i spożyciem, wartość złota jest najbardziej stabilna ze wszystkich dóbr. Dlatego właśnie możemy wnioskować, że gdy cena złota w wyrażona w walucie ulega zmianie, najczęściej dzieje się to na skutek zmiany jednostki miary (waluty), a nie wartości złota. Oczywiście może się zdarzyć, że cena złota zmieni się z powodów niepieniężnych. Przeciwnicy złota są zawsze w stanie wskazać na taki przypadek np. w wyniku decyzji banku centralnego o masowej wyprzedaży złota. Nie zmienia to w niczym faktu, że w długim okresie złoto jest najbardziej stabilne. A jeśli następuje gwałtowna zmiana, to łatwo wyróżnić jej przyczynę i wtedy tymczasowo odwołać się do innej miary jak cena innych metali lub choćby nawet CPI.

Argument o braku złota przewija się w wielu innych wersjach, np. mówiącej, że kłopoty systemu zaczęły się gdy ilość dolarów w posiadaniu zewnętrznych banków centralnych przekroczyła zapas rezerw złota USA. Stany Zjednoczone nie potrzebowały oczywiście \_ światowych zasobów złota i część mogły z powodzeniem sprzedać za realne dobra innym krajom. W niczym to nie naruszało równowagi systemu. Oczywiście zupełnie inną jest sytuacja, kiedy USA zalewają system dolarami, których nadmiar wywiera presję inflacyjną w niczym niewinnych krajach zewnętrznych. Te zaś mają poważne opory przed żądaniem wymiany na złoto, ponieważ USA mogą w odwecie: zawiesić wymienialność, zamknąć swój rynek itp.

#### 1.1.5.2. Wartość dolara a wielkość amerykańskich rezerw złota

Inna hipoteza mówi, że wartość dolara była wyznaczana przez zapas złota Stanów Zjednoczonych (teza stawiana przez np. J. A. Kregela w „A new Triffin Paradox for the Global Economy”, analiza historii systemu przedstawionej przez IMF sugeruje podobny wniosek).

Nie jest to zgodne z prawdą. Najlepszą wycenę wartości dolara stanowi cena złota na wolnym rynku. To, ile złota faktycznie USA posiadają, właściwie nie ma większego znaczenia, o ile wartość dolara jest utrzymywana na stałym poziomie. Konwersje dolarów na złoto świadczą o tym, że powyższy warunek nie był spełniony – wartość dolara spadała, ceny wyrażone w tej walucie rosły więc relatywnie opłacalnym stał się „zakup” jedyne go dobra, którego cena była stała – właśnie złota.

W szczególnym przypadku USA nie muszą posiadać ani grama złota, tylko tak regulować podaż pieniądza, aby cena złota na wolnym rynku wyrażona w dolarach nie odchyłała się od paritetu. W takiej sytuacji każdy kto chciałby wymienić walutę na złoto lub na odwrót, zamiast do banku centralnego udawałby się na giełdę. Zasób złota w skarbcu banku centralnego funkcjonuje jako zabezpieczenie na okoliczność nieprzewidzianego zachwiania systemu. Może zostać użyty do korekcji błędów polityki monetarnej, jeśli z jakichś względów nie może to nastąpić w wyniku zwykłej procedury czyli ograniczenia podaży pieniądza przez sprzedaż obligacji na otwartym rynku.

## 1.2. Podsumowanie

W gruncie rzeczy, problemem systemu ani przez chwilę nie był niedobór rezerw. Od 1958 r. system cierpiał na ich nadmiar. Zgodnie z logiką standardu złota nadwyżkowa podaż pieniądza wraca do emitenta celem wymiany na pozbawiony ryzyka deprecjacji walor czyli złoto. Niestety wpływ złota z USA interpretowano jako znak, że świat potrzebuje więcej rezerw, podczas gdy rzecz miał się zupełnie przeciwnie. Rezerw było za dużo, co powodowało presję inflacyjną nie tylko w Stanach Zjednoczonych, ale we wszystkich krajach systemu. Wobec tego kraje posiadające nadmiar dolarów nasilały żądania wymiany dolarów na złoto. Sytuacja nie była jednak tak prosta jak w wypadku gdyby prawo konwersji przysługiwało również zwykłym podmiotom.

Bezpośrednią przyczyną upadku systemu była nadmierna podaż pieniądza przez USA na początku lat 70. Administracja Nixona i ogromna większość ekonomistów postrzegała to rozwiązanie jako remedium na kryzys, którego przyczyny były wyłącznie fiskalne i budżetowe. Kiedy ekspansja monetarna nie przyniosła spodziewanych skutków, amerykańscy decydenci winy upatrywali w systemie sztywnych kursów. Doszli do wniosku, że do amerykańskiej gospodarki dokucza brak płynności, bo świeżo emitowane dolary (zgodnie z naturą systemu) uciekają za granicę, rozlewają się na zagraniczne rynki. Żeby zatrzymać je u siebie, podjęli krok w kierunku gospodarczego izolacjonizmu – porzucili złoto i zerwali system sztywnych kursów. Można powiedzieć, że Amerykanie ignorowali fakt, że przez ekspansywną politykę monetarną w systemie stałych kursów powodują inflację na całym świecie. Żeby mieć inflację (według oficjalnych zapowiedzi – pełne zatrudnienie) tylko u siebie, zerwali system stałych kursów. Lub jeszcze inaczej, żeby skuteczniej sobie zaszkodzić, musieli najpierw zniszczyć wszystkie ograniczenia, które ich przed tym powstrzymywały. Tej roli nie pełnił i nie mógł pełnić system sztywnych (relatywnie) kursów. Najskuteczniejszą ochronę przed inflacją zawsze polegało na związaniu pieniądza z czymś realnym, np. złotem. System z Bretton Woods, mimo że w bardzo niedoskonały i pośredni sposób związany ze złotem, zapewnił gospodarce światowej 20 lat bezprecedensowej prosperity. Odejście od złota spowodowało największą inflację, jakiej gospodarka światowa doświadczyła kiedykolwiek w czasach pokoju.

## 2

## Inflacja

## 2

### 2.1. Wprowadzenie

Lata 70. były okresem największej w dziejach świata powszechnej inflacji w czasie pokoju. Doświadczenie to okazało się bardzo bolesne. Ogólnoświatowa stopa wzrostu gospodarczego spadła o połowę w porównaniu z latami 60. Dynamicznie rozwijające się w poprzedniej dekadzie kraje trzeciego świata, jeśli nie miały szczęścia posiadać złóż ropy naftowej, wpadły w stagnację. Na Zachodzie mimo rosnącego poziomu PKB pogarszały się standardy życia obywateli i rosło bezrobocie. Trudna sytuacja ekonomiczna nie pozostała bez poważnych skutków społecznych jak np. wzrost znaczenia ugrupowań ekstremistycznych.

Pomimo dalekosiężnych skutków, jakie wywarła stagflacja, lata 70. pozostają jednym z najmniej zrozumiałych okresów historii gospodarczej. Proponowane wyjaśnienia nie pozwalają przekonująco wytłumaczyć obrotu tamtych wydarzeń. Dotyczy to trzech największych szkół w makroekonomii, zarówno argumentacji monetarystów, modelu keynesowskiego jak i hipotez przedstawicieli nowej ekonomii klasycznej.

### 2.2. Inflacja i bezrobocie w teorii ekonomii – keynesizm

Lata 70. uważa się powszechnie za czas generalnego odwrótu od dominującego wcześniej w ekonomii keynesizmu. Rzeczywiście niezmiernie trudno wytłumaczyć to, co się wtedy działo na całym świecie z klasycznej perspektywy keynesowskiej. Okazało się, że podstawowa zasada makroekonomiczna: albo inflacja albo bezrobocie nie jest uniwersalna. Model keynesowski nie przewiduje możliwości wystąpienia stagflacji, czyli stagnacji gospodarczej z wysokim bezrobociem w warunkach szybkiego wzrostu cen. Dlaczego?

Analiza keynesowska wychodzi od spostrzeżenia, że w gospodarce, szczególnie w czasie kryzysu istnieją niewykorzystane moce produkcyjne. Przedsiębiorstwa produkują mniej niżby w rzeczywistości mogły. Objawem tej sytuacji jest niepełne zatrudnienie. Z powyższej obserwacji Keynes wyciągnął wniosek, że problem leży po stronie popytowej – w gospodarce nie ma dosyć siły nabywczej, aby zakupić wyprodukowane dobra.

Przyczyną kryzysu gospodarczego może być niedostateczny zagregowany popyt w gospodarce. Globalny popyt spada kiedy oszczędności rosną szybciej niż inwestycje albo ludzie, z różnych względów, np. obawiając się pogorszenia sytuacji gospodarczej w przyszłości, wstrzymują się z zakupami. Zarobione pieniądze nie trafiają z powrotem do gospodarki. Przedsiębiorstwa nie mogą sprzedać produkowanych przez siebie dóbr, ograniczają więc zatrudnienie, co dalej jeszcze osłabia globalny popyt. Pojawia się sprzężenie dodatnie, gospodarka pogrąża się w kryzysie. W przeciwieństwie do wizji klasycznej w tym modelu nie ma mechanizmu równoważącego, bo Keynes zakładał, że w krótkim terminie płace są sztywne. Spiralę kryzysu musi przerwać państwo dostarczając impulsu wzrostowego w postaci dodatkowej porcji zagregowanego popytu. Dostępnych jest kilka dróg. Ekspansja monetarna powoduje spadek stóp procentowych, a to z kolei odbija się w większym popycie inwestycyjnym i konsumpcyjnym. Ekspansja budżetowa polega na powiększeniu wydatków państwa lub obniżce podatków. Zwiększa się całkowity strumień zakupów, kiedy oszczędności w ten

czy inny sposób wracają do gospodarki „domykając lukę popytową”. Gospodarka wraca do pełnego zatrudnienia.

Model keynesowski dostarcza pewnych argumentów na rzecz progresji podatkowej. Keynesiści mają predylekcję względem ludzi o wysokich dochodach z powodu ich domniemyanych skłonności do oszczędzania, pomniejszających zagregowany popyt. Obywatele biedni nie są w tym względzie niebezpieczni, bo zwykle wydają wszystkie swoje zarobki.

Ekspansywna polityka monetarna i budżetowa może wywołać wzrost inflacji. Wtedy należy uruchomić politykę restrykcyjną – albo zmniejszyć deficyt, albo podnieść stopy procentowe, albo jedno i drugie.

Keynes przewidywał, że nacisk inflacyjny pojawi się dopiero po osiągnięciu przez gospodarkę pełnego zatrudnienia. Rzeczywistość nie była tak łaskawa. Po drugiej wojnie w wielu państwach zachodu notowano stałą, niską inflację, mimo niepełnego zatrudnienia. Spostrzeżenia Phillipsa dały się zinterpretować jako wytłumaczenie dla tego faktu. Krzywa Phillipsa została bardzo szybko włączona do głównego nurtu keynesizmu<sup>10</sup> jako brakujące ogniwo. Wnioski praktyczne narzucały się same – skoro stwierdzone zostało, że przejście między bezrobociem a inflacją jest płynne, to trzeba tylko za pomocą polityki stabilizacyjnej utrzymywać optymalną ścieżkę wzrostu, pobudzać gdy rośnie bezrobocie, hamować gdy zagraża inflacja. Pozostaje tylko dobrać środki i z odpowiednim wyprzedzeniem je aplikować. Na marginesie można dodać, że na tej płaszczyźnie w latach 60. dokonał się podział na keynesistów etatystycznych i wolnorynkowych, którzy preferują odpowiednio wydatkową i podatkową metodę prokurowania deficytów budżetowych. Ekonomisci byli tak pewni siebie, że obwieścili kres cyklu koniunkturalnego. Zresztą ich przewidywania zdawały się sprawdzać. W latach 60. niemal cały świat rozwijał się szybko i bez znaczącej inflacji. Pod koniec dekady gospodarki Zachodu masowo zaczęły zwalniać, a keynesiści nie są w stanie odpowiedzieć dlaczego ich rady przestały działać.

Nie są przekonujące, nawet jeśli poparte drobiazgową analizą statystyczną, studia wskazujące, że gospodarka była zbyt intensywnie pobudzana, a potem za szybko schładzana, że popełniono błędy w koordynacji. Nie wyjaśniają bowiem podstawowego faktu, że stagflacja miała globalny charakter. Trudno wyobrazić sobie żeby we wszystkich krajach w tym samym czasie popełnione zostały błędy skutkujące podobnymi objawami.

Jeśli coś może być falsyfikacją teorii w ekonomii, to wielka, międzynarodowa stagflacja może z powodzeniem być traktowana jako bardzo mocny argument przeciwko klasycznemu keynesizmowi. Bez dodatkowych założeń keynesizm nie może wytłumaczyć dlaczego na impuls pieniężny i budżetowy gospodarka reaguje jednoczesnym wzrostem inflacji i bezrobocia.

### 2.3. Teoria inflacji – monetaryzm

Sercem monetaryzmu jest ilościowa teoria pieniądza. Pierwsze, niedokładne sformułowania znane były co najmniej od czasów renesansu. Jean Bodin przypisał narastającą w XVI wieku inflację szybkiemu napływowi do Europy kruszców z Nowego Świata. Spostrzeżenie, że ceny rosną kiedy pieniądza przybywa szybciej niż dóbr, weszło do kanonu ekonomii. Współcześnie tą intuicję zapisuje się w postaci matematycznego równania  $MV = PT$ , gdzie P to poziom cen, V - prędkość obiegu pieniądza rozumiana jako ilość transakcji dokonanych przy użyciu jednostki pieniądza w danym czasie, M- ilość pieniądza, a T to ilość transakcji. Krytycy ujęcia ilościowego argumentują, że to równanie jest tautologią, nie powiększa naszej wiedzy o świecie. Ta uwaga jest słuszna, ale nie może

<sup>10</sup> Słynny artykuł Phillipsa opublikowany w „Economica” w lutym 1958 r. był studium empirycznym. Stwierdził istnienie stabilnej odwrotnej relacji pomiędzy poziomem wzrostu plac (nie inflacji) a bezrobociem w Wielkiej Brytanii. Phillips zaobserwowaną zależność tłumaczył klasycznie, jako wynik gry sił popytu i podaży na rynku pracy. Dwa lata później Solow i Samuelson argumentowali że: 1) zależność Phillipsa obowiązuje także w USA 2) można ją uogólnić na związek pomiędzy inflacją a bezrobociem 3) Krzywa Phillipsa może być narzędziem polityki gospodarczej. Bardzo szybko rada ta trafiła do przekonania rządzącym w państwach kapitalistycznych. Współcześnie, ulepszona krzywa Phillipsa jest podstawowym modelem progностycznym rządów.

być stosowana jako argument przeciw ujęciu monetarystycznemu, które opiera się na ilościowej teorii pieniądza i założeniu V jako względnie stałej.

Milton Friedman i Anna Schwartz<sup>11</sup> znaleźli potwierdzenie tego, co wcześniej było teoretycznym założeniem. Badając ilości pieniądza w obiegu w USA od końca wojny secesyjnej do 1958 r. spostrzegli silną korelację tychże z poziomem aktywności gospodarczej. Okresy prosperity gospodarczej były poprzedzone nasilonym wzrostem masy pieniądza, w depresjach ilość pieniądza rosła wolniej. Trzem najgłębszym załamaniem gospodarczym towarzyszyła spadek ilości pieniądza, w przypadku Wielkiego Kryzysu aż o 1/3. Dało się też zauważyć, że zmiany dynamiki pieniądza wyprzedzały odpowiednie ruchy koniunktury. Z tej zależności autorzy wyciągnęli wniosek, że przyczyną kryzysu gospodarczego może być zmiana ilości pieniądza. W tym właśnie monetarysty upatrują najważniejszej przyczyny Wielkiego Kryzysu.

Trzeba tutaj zaznaczyć, że wedle monetarystów oprócz gotówki pieniądzem są również depozyty i krótkoterminowe papiery wartościowe takie jak np. bony skarbowe.

Friedman i Schwartz stwierdzili też, że popyt na pieniądz jest stabilny, a prędkość obiegu pieniądza względnie stała. Nie można przecenić wagi tego ustalenia. Bez założenia o stałej prędkości obiegu pieniądza ilościowe równanie traci wszelką użyteczność analityczną.

Ale jeśli pieniądz krąży z tą samą prędkością to, aby utrzymać stabilny poziom cen, wzrost masy pieniądza ma być proporcjonalny do wzrostu gospodarki. „Gdyby ilość towarów i usług na rynku, krótko mówiąc produkcja, wzrastała równie szybko jak ilość pieniądza, ceny wykazywałyby tendencję do stabilizacji. Inflacja zachodzi wówczas, gdy ilość pieniądza wzrasta zdecydowanie szybciej niż produkcja, a im większy przyrost ilości pieniądza na jednostkę produkcji, tym wyższa stopa inflacji. Prawdopodobnie żadne inne twierdzenie nie ma tak ugruntowanej pozycji w ekonomii”<sup>12</sup>.

W ten sposób równanie pieniądza odczytują monetarysty. Ale równanie można odczytać także inaczej. Zakładając znowu stałą prędkość obiegu można zapytać: co się stanie jeśli zwiększona zostanie masa pieniądza: wzrosną ceny czy ilość transakcji (co jest równoznaczne z wzrostem PKB)? Keynesowski dylemat: reakcja cenowa czy ilościowa wraca pod nową postacią. Można powiedzieć, że to powyższe zagadnienie jest osią kontrowersji pomiędzy monetarystami a keynesistami. Keynesiści opowiadają się za aktywną polityką antycykliczną, bo mają nadzieję, że impuls będzie miał skutki ilościowe. Monetarysty są przeciwnego zdania, bo obawiają się, że będzie miał przede wszystkim cenowe.

Widać z powyższego, że istnieje głęboka analogia pomiędzy modelem keynesowskim i monetarystycznym. Obie szkoły za kluczową uznają analizę zagregowanego popytu, z której jednak wyciągają odmienne wnioski, co do polityki gospodarczej. W latach 50. i 60. keynesiści i monetarysty ostro spierali się o to, czy lepiej popyt generować powiększając poziom konsumpcji, inwestycji lub wydatków budżetowych, czy też mnożyć za pomocą polityki monetarnej. Różnica jest nie tyle ekonomiczna, co polityczna. Podstawowym zagadnieniem, które odróżnia ortodoksyjnych monetarystów od keynesistów jest ich awersja do aktywnej polityki stabilizacyjnej, zarówno pieniężnej jak i fiskalnej. Bardzo celnie ujął to Modigliani: „Ci którzy nie są monetarystami, akceptują to, co uważam za fundamentalne przesłanie „Ogólnej teorii”; że gospodarka oparta na prywatnej przedsiębiorczości, posługująca się niematerialnym pieniądzem, potrzebuje stabilizacji, może być stabilizowana i dlatego powinna być stabilizowana za pomocą odpowiednich środków polityki pieniężnej i fiskalnej. Natomiast monetarysty stoją na stanowisku, że nie ma poważnej potrzeby stabilizowania gospodarki; a gdyby nawet była taka potrzeba, to nie mogłaby być realizowana, ponieważ środki polityki stabilizacyjnej mogłyby tę niestabilność raczej zwiększyć niż zmniejszyć”<sup>13</sup>.

Jest znana teza, że monetarysty bardziej wierzą w równoważące tendencje w gospodarce niż keynesiści. Milton Friedman powiedział, że zasadnicza różnica między keynesistami a monetarystami to nie ocena wolnego rynku (którego niedoskonałości nie podlegają dyskusji), ale skuteczność państwa

<sup>11</sup> Friedman M., Schwartz A. „*Monetary history of the United States 1867-1960*”, 1963.

<sup>12</sup> Friedman M. „*Wolny wybór*” 1994, s. 244.

<sup>13</sup> „*Główne nurty współczesnej makroekonomii*”, s. 182.

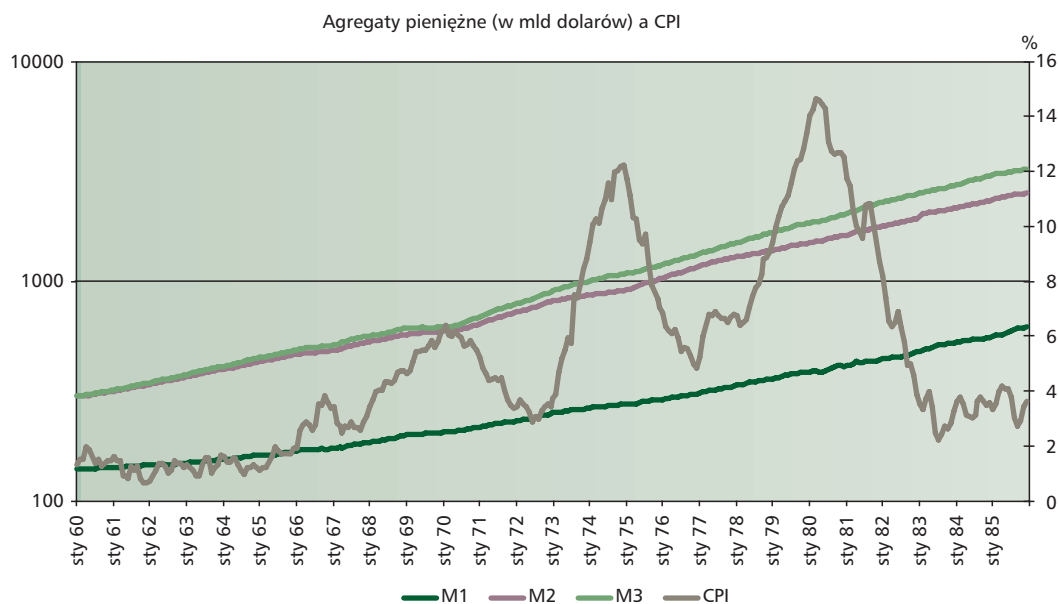
w ich przewyżczeniu. Friedman jest w tym punkcie bardzo sceptyczny, nie wierzy, żeby państwo w jakikolwiek sposób mogło skutecznie stabilizować gospodarkę „Pokładam o wiele mniej wiary niż większość ekonomistów, czy to keynesitów, czy montarystów w zdolność rządów do stwarzania przeciwwagi dla skutków niedomagań rynkowych bez pogarszania ogólnej sytuacji”<sup>14</sup>.

To zastrzeżenie można też odnieść do dyskusji nad optymalną polityką monetarną. Tam gdzie keynesiści upatrują narzędzia regulowania gospodarki, możliwego do zastosowania w pewnych okolicznościach, monetaryści są znacznie ostrożniejsi. Niechętnie widzą regulowanie pieniądzem jako narzędzie antycykliczne. Monetaryści uważają, że ze względu na długość i zmienność opóźnień dyskrejonalna polityka monetarna może więcej zaszkodzić niż pomóc. Dlatego właśnie opowiadają się oni za ustaleniem reguły w polityce monetarnej. Milton Friedman postuluje wpisanie do konstytucji reguły pieniężnej wedle której podaż pieniądza miałyby się zwiększać stale o pewną odpowiadającą średniej stopie wzrostu produkcji, określoną wartością np. 3% rocznie. W ten sposób w okresie prosperity gospodarka będzie lekko hamowana zmniejszając ryzyko przegrzania, a w czasie dekonunktury rosnący szybciej niż produkcja zasób pieniądza będzie pobudzał wzrost.

Keynesiści woleliby nie krępować polityki pieniężnej sztywną zasadą. Taka polityka byłaby niekorzystna, ponieważ pozbawia rządzących instrumentu, który w razie nagłego kryzysu mógłby pomóc poprawić sytuację.

Wielkie fiasko keynesowskiej filozofii stabilizacyjnej wzmocniło pozycję monetarystów, którzy od dawna krytykowali aktywizm państwa w gospodarce. Ale na płaszczyźnie teoretycznej monetaryści nie są w stanie dużo więcej wytłumaczyć. To, co się działo w omawianym okresie, bardzo często przeczyło ich przewidywaniom. Przewaga, jaką osiągnęli nie wynikała z wyśzości ich teorii, ale kompletnej kompromitacji polityki jaką, bazując na analogicznym modelu, proponowali keynesiści. Monetaryści bowiem ostrzegali, że łatwy pieniądz i luźna polityka budżetowa może zaowocować inflacją. Niewątpliwie mieli rację. Pod koniec lat 70. nikt nie mógł mieć wątpliwości że, jak od dawna powtarzał Milton Friedman „inflacja jest zawsze zjawiskiem pieniężnym”. Analiza monetarystyczna nie pozwala jednak dostrzec związku między ilością pieniądza a poziomem inflacji.

Wykres 1



Źródło: wykres wykonany przez autora na podstawie danych FED i US Bureau of Labor.

<sup>14</sup> Ibidem.

Na wykresie widać bardzo znaczące zmiany w stopie inflacji przy relatywnie stabilnym wzroście agregatów. Wyjątek stanowi rok 1971. Koniecznym elementem nixonowskiej Nowej Polityki Ekonomicznej była silna ekspansja monetarna. Według zgodnych opinii ekonomistów różnej orientacji była to przyczyna wzrostu inflacji. Nie zmienia to faktu, że analiza ilościowa nie jest w stanie zadowalająco wytłumaczyć ani skali inflacji w latach 70. (przez porównanie z latami 60.) ani jej wahań w przeciągu dekady.

## 2.4. Komplikowanie modeli

Ani w podstawowym modelu keynesowskim ani w teorii ilościowej nie da się wyjaśnić zjawiska stagflacji. Tradycyjne ujęcia można jednak wzmocnić dodatkowymi założeniami.

### 2.4.1. Naturalna stopa bezrobocia

W 1968 r. Friedman przedstawił swoją koncepcję naturalnej stopy bezrobocia. Była to krytyka koncepcji pełnego zatrudnienia, która grała kluczową rolę w analizie keynesistów. Według Friedmana bezrobocie nie osiąga nigdy 0% ze względu na niedoskonałości rynku, strukturalne charakterystyki rynku pracy i dóbr, stochastyczne wahania popytu i podaży, koszty mobilności itp.

Oprócz tego, niezależnie od siebie, Milton Friedman i Edmund Phelps zwrócili uwagę na znaczenie oczekiwań. Na tej podstawie argumentują, że krzywa Phillipsa jest zależnością krótkoterminową. Kiedy pojawia się inflacja, wbudowuje się ona w przyszłe oczekiwania. Żeby utrzymać bezrobocie na niskim poziomie trzeba nie tylko rosnącej inflacji, ale inflacji stale przyspieszającej. Zatem w długim okresie krzywa Phillipsa jest pionowa, stopa ekspansji pieniężnej wyznacza inflację przy naturalnej stopie bezrobocia. Jak wygląda historia z takiej perspektywy?

Lata 60. charakteryzowały się niską inflacją i bezrobociem. Ta sytuacja zmieniła się, gdy pod koniec lat 60. administracje Johnsona i Nixona próbowały sprowadzić bezrobocie poniżej 4%. Monetaryści krytykowali tę politykę argumentując, że bezrobocie nie da się na dłuższą metę zmniejszyć poniżej naturalnej stopy. Rzeczywiście bezrobocie nieznacznie się zmniejszyło, ale pod koniec lat 60. inflacja zaczęła niepokojąco rosnąć. Załamało się zaufanie do polityki FED, pojawiły się oczekiwania inflacyjne. Na skutek tego krzywa Phillipsa przesunęła się do góry – na początku lat 70. bezrobocie rosło, ale inflacja nie spadała – oscylowała w granicach 5-6%. Gwałtowny wzrost cen ropy jeszcze bardziej podniósł poziom oczekiwanej inflacji, krzywa przesunęła się dalej do góry. Kiedy szefem FED w 1979 r. został mianowany Paul Volcker wypowiedział wojnę inflacji. Inflacja spadła, ale bezrobocie osiągnęło niespotykany od Wielkiej Depresji poziom 10%.

Ten model można przyjąć jako eksplikację inflacji. Ale dlaczego bezrobocie nie spadło do przewidywanego, długoterminowego poziomu? Na to pytanie nie ma dobrej odpowiedzi.

Żeby wyjaśnić rosnące masowe bezrobocie od połowy lat 70 w wielu krajach, ekonomiści byli zmuszeni przyjąć, że naturalna stopa bezrobocia może ulegać znacznym zmianom. Jossa i Musella bez zażenowania i cienia krytyki konstatują fakt naciągania teorii do rzeczywistości:

„... koncepcja naturalnej stopy bezrobocia została zdezawuowana przez rzeczywisty przebieg wypadków. W latach 70. i 80. stopy bezrobocia rosną stale w wielu krajach przez długie okresy czas bez śladu tendencji do powrotu do równowagi. Żeby przywrócić łączność między teorią a rzeczywistością, już w 1976 r. Sargent argumentował, że zarejestrowane poziomy bezrobocia [...] mogą wynikać ze zmian naturalnej stopy bezrobocia”<sup>15</sup>.

Powodem wzrostu naturalnej stopy bezrobocia miał być efekt histerezy. Kiedy rzeczywista stopa bezrobocia rośnie, NAIRU<sup>16</sup> podąża za nią. Histereza pojawia się na skutek działalności związ-

<sup>15</sup> Jossa B., Musella M. „Inflation, Unemployment and Money Interpretations of the Philips Curve” 1998, s. 123.

<sup>16</sup> Nie przyspieszająca inflacji stopa bezrobocia, keynesowski analog monetarystycznego konceptu NRU, naturalnej stopy bezrobocia, por. np. <http://papers.nber.org/papers/w8940.pdf>



ków zawodowych. W czasie inflacji związki zawodowe nie dopuszczają do realnego obniżenia cen pracy. Bronią interesów zatrudnionych kosztem bezrobotnych. Ceny pracy pozostają wysokie, a bezrobocie się nie zmniejsza. Efekt histerezy łatwiej dostrzec w uzwiązkowanej Europie niż w liberalnych Stanach Zjednoczonych.

#### 2.4.2. Analiza oczekiwań

Oczekiwania istnieją i grają bardzo istotną rolę w kształtowaniu poziomu inflacji, stwierdził Friedman. Jego ujęcie było istotnym novum i zapoczątkowało ogromną dyskusję w makroekonomii. Najślawiejszy ekonomista z Uniwersytetu Chicagowskiego uważa, że oczekiwania są adaptacyjne – ich poziom dostosowuje się do rzeczywistej inflacji stopniowo. Ludzie powiększają swoje oczekiwania inflacyjne jedynie o ułamek poprzednio popełnionego błędu (różnicy między faktyczną a oczekiwaną stopą inflacji)<sup>17</sup>.

Z tej teorii oczekiwań wynika, że krzywa Phillipsa raczej nie jest długoterminowa – przez pewien okres, zanim oczekiwania nie dogonią inflacji, można monetarnie pobudzić gospodarkę bez wywołania inflacji. Potem jednak inflacja rośnie, a bezrobocie wraca do naturalnej stopy.

Hipoteza racjonalnych oczekiwań jest jednym z naczelných twierdzeń nowej makroekonomii klasycznej. Ta szkoła akceptuje podstawowe ustalenia ilościowej teorii pieniądza. Wedle tej hipotezy podmioty gospodarcze wykorzystują wszelkie dostępne informacje, aby przewidzieć przyszły stan gospodarki<sup>18</sup>. Np. jeśli podmioty gospodarcze uważają, że inflacja jest wyznaczana przez stopę ekspansji pieniężnej, to w kształtowaniu swoich oczekiwań co do inflacji, będą korzystać z wszelkich dostępnych informacji o stopie ekspansji pieniężnej. Także na krótką metę krzywa Phillipsa jest pionowa przy naturalnej stopie bezrobocia. Nawet szoki monetarne wpływają tylko i wyłącznie na ceny.

Hipoteza racjonalnych oczekiwań spotkała się z ostrą krytyką. Wielu ekonomistom wydawało się niewiarygodne, że podmioty gospodarcze dysponują modelem makroekonomicznym, który pozwala na podstawie dostępnych informacji trafnie przewidywać<sup>19</sup> przyszły poziom inflacji. To zagadnienie sprawia ogromnie dużo trudności specjalistom z polityki monetarnej.

Nowi klasycy bronili koncepcji argumentując, że ludzie wnioskuje o przyszłości nie na podstawie modelu makroekonomicznego, ale przez ciągłe konfrontowanie wcześniejszych szacunków z rzeczywistością. Uczą się na pomyłkach. W efekcie nie popełniają błędów systematycznych. Wniosek praktyczny jest taki sam jak u monetarystów: polityka antycykliczna jest nieskuteczna. Dotyczy to zarówno środków pieniężnych jak i budżetowych<sup>20</sup>.

Warto zwrócić uwagę, że ogromną dyskusję co do natury oczekiwań, można w znacznej mierze utożsamić z innym ważnym sporem w makroekonomii, mianowicie zagadnieniem jak długoterminowa/krótkoterminowa jest odwrotna zależność pomiędzy inflacją a bezrobociem i produkcją. Początkowo krzywa Phillipsa była uważana za zależność długoterminową. Ekonomisci, którzy nie akceptują krzywej Phillipsa lub raczej polityczno-gospodarczych wniosków, jakie się z niej wyciąga, twierdzą, że ludzie nie dadzą się oszukiwać. Kiedy tylko pojawiają się symptomy inflacji, żądają wyższych płac niwecząc efekt zbijania bezrobocia. Pod koniec lat 60. Friedman włączył dodatkowe warunki brzegowe, naturalną stopę bezrobocia i adaptacyjne oczekiwania. Friedman zatem twierdzi, że w krzywa Phillipsa na długą metę jest pionowa, bo oczekiwania się dostosowują do inflacji. Lucas, Barro i inni przedstawiciele NEK idą jeszcze krok dalej. Twierdzą, że ludzie nie pozwalają się stale oszukiwać. Chociaż operują w warunkach niekompletnej informacji, starają się robić jak najlepszy użytek ze zdobytej wiedzy. Uczą się na błędach. W efekcie nie ma błędów systematycznych tak jak w koncepcji oczekiwań adaptacyjnych.

Bardzo generalizując można zaryzykować twierdzenie, że wszystkie trzy główne prądy w makroekonomii zgadzają się, że pieniądź jest w krótkim okresie nieneutralny, a długim neutralny. Zasadnicze

<sup>17</sup> „Główne nurty makroekonomii”, s. 168.

<sup>18</sup> Ibidem, s. 200.

<sup>19</sup> Aftalion F., Poncet P. „Le monétarisme” 1981, s. 83.

<sup>20</sup> Bassoni M., Beitone A. „Monnaie, théories et politiques” 1997, s. 82.

różnice polegają na tym, co rozumieją jako krótki i długi okres. Keynes i ekonomiści prądu, który on zapoczątkował uważają, że długi okres, to ten w którym „wszyscy jesteśmy martwi”. Długookresowe skutki uważali za tak odległe, że niewarte nawet uwagi. Friedman przestrzegał, że ten instrument ma ograniczenia w postaci naturalnej stopy bezrobocia i oczekiwań, które dostosują się do rzeczywistej inflacji. Na skutki długookresowe nie czeka się aż tak długo, żeby można zlekceważyć ich wpływ. A nowa ekonomia klasyczna jeszcze ten moment przybliży – pieniądź, jeśli w ogóle może mieć jakieś skutki realne, to tylko na krótką metę i w tym tylko wypadku, że zmiany nie zostały zapowiedziane. Hipotezę tą nazywa się superneutralnym pieniądzem – ludzie są racjonalni, zmieniając celowo swoje zachowanie redukują efekty, których spodziewają się władze monetarne.

Bez względu na to, która strona miałaby się w tym sporze okazać zwycięską, trzeba zwrócić uwagę na zastrzeżenia, jakie wszystkie powyższe teorie budzą jako wyjaśnienie naukowe.

Zmiany oczekiwań dobrze tłumaczą wydarzenia *ex post*. Nikt nie przeczy ich istnieniu. Nie budzi wątpliwości stwierdzenie, że przyszły poziom cen jest brany pod uwagę przy aktualnych transakcjach. Inflacja niewątpliwie wpływa na poziom cen, choć to ryzyko raz jest większe, raz mniejsze.

Z drugiej strony jednak oczekiwania wyjaśniają zbyt wiele – mogą tłumaczyć każdy obrót sprawy. Inflacja niespodziewanie rośnie lub spada – okazuje się, że oczekiwania były mniejsze lub większe niż przewidywano. Wprowadzając oczekiwania do analizy, pytanie odsuwane jest po prostu jedną warstwę głębiej. Zamiast pytać dlaczego wzrosła inflacja w latach 70, pytamy dlaczego wzrosły oczekiwania inflacyjne, z tym, że teraz przedmiot analizy jest jeszcze mniej uchwytyn. W miejsce sprawdzalnych faktów ekonomiści zajmują się *de facto* stanami mentalnymi ludzi. Tak rozumiany poziom oczekiwań jest zupełnie niemierzalny i *ex post* pozwala wytłumaczyć nawet wydarzenie rażąco sprzeczne z testowaną teorią.

Taki sam zarzut można postawić i koncepcji naturalnej stopy bezrobocia. Jest ona zbyt elastyczna, by dało się ją jakkolwiek sfalsyfikować. Definicja, którą przedstawił Friedman wygląda poważnie (poziom bezrobocia, jaki zaistniałby w warunkach równowagi rynku pracy przy założeniu istnienia kosztów mobilności, stochastycznej zmienności rynku pracy itp.). Krytyczny czytelnik nie powinien powzolić się temu zwieść, ponieważ koncepcja nie ma żadnej mocy wyjaśniającej. Obserwujemy tylko rzeczywiste poziomy bezrobocia. Nie ma żadnej metody, żeby na ich podstawie wywnioskować wysokość naturalnej stopy bezrobocia. Przypuśćmy, że obserwujemy przez szereg lat w jakimś kraju bezrobocie rzędu 10%. Czy to oznacza, że naturalna stopa wynosi ok. 10% czy też może jest niższa, a rynek pracy nie znajduje się w stanie równowagi? Nie można odpowiedzieć na to pytanie inaczej niż odwołując się do potocznego doświadczenia, które mówi, że naturalna stopa nie może być wyższa niż 3%-4%. Biorąc pod uwagę przedstawioną definicję, jeśli ktoś argumentuje, że naturalna stopa wzrosła w przeciągu kilku lat dwu, trzykrotnie, to musi wzbudzić niedowierzanie, zwłaszcza, że wyjaśnienie takie pojawiało się *post factum*<sup>21</sup>.

## 2.5. Inflacja z perspektywy historycznej

Literatura przedmiotu tamtego okresu najczęściej wskazuje na kryzysy naftowe jako przyczynę niespodziewanego wzrostu inflacji.

6 października 1973 r. po raz kolejny wybuchła wojna na Bliskim Wschodzie. Syria i Egipt, przy wsparciu pozostałych państw arabskich zaatakowały Izrael w dzień największego żydowskiego święta. Stany Zjednoczone udzieliły poparcia Izraelowi. Stosunki między państwami arabskimi a USA bardzo się zaostrzyły – 16 października arabskie kraje zrzeszone w OPEC nałożyły całkowite embargo na eksport ropy do Stanów Zjednoczonych. Cena ropy na światowych rynkach,

<sup>21</sup> Kolejnego przykładu tego zjawiska byliśmy świadkami w połowie lat 90. kiedy równocześnie spadała inflacja i bezrobocie. Najpopularniejszy argument taki obrót sprawy wiązał ze spadkiem naturalnej stopy bezrobocia. Przyczyną tego przesunięcia miał być wzrost produktywności na skutek rozwoju technologii informatycznych.

z tradycyjnego poziomu 3\$ za baryłkę (w tych granicach oscylowała przez wcześniejsze ćwierćwiecze) wzrosła do prawie 12\$.

Nawet gdyby uwierzyć, że najbardziej znaczące wydarzenia w historii gospodarczej świata takie, jak kryzysy naftowe pojawiają się czasami bez przyczyny i bez wytłumaczenia<sup>22</sup>, to nie pozwala to wyjaśnić intensywności inflacji w latach 70. Próbę taką w bardzo wyczerpującym studium podjął Alan Blinder. Pozwala ona stwierdzić, że gdyby nie pojawił się „kryzys naftowy”, a cena ropy pozostała na tradycyjnym poziomie to całkowita inflacja w ciągu 3 lat od pierwszego szoku byłaby niższa tylko o 4,5 pkt. proc. W tym okresie inflacja mierzona wskaźnikiem CPI wyniosła w sumie 26,3%. Rosty ceny wszystkich dóbr, a wzrost cen ropy bynajmniej nie był tego procesu początkiem. „Rosnące ceny żywności były głównym impulsem, który wyniósł inflację z pierwotnego poziomu 3-4% w 1972 r. do 6-7% na początku 1973 r. Ceny żywności nie miały jednak nic wspólnego z dalszym przyspieszeniem inflacji do pułapu dwucyfrowego w drugiej połowie 1973 r. To stało się za przyczyną cen energii, które wywierały największy wpływ na przyspieszenie inflacji pod koniec 1973 r. i na początku 1974 r. Ale potrzeba było zadziwiającego wzrostu cen dóbr innych niż żywność i energia, aby podtrzymać dwucyfrową inflację przez pozostałą część 1974”<sup>23</sup>.

Powszechne jest przekonanie, że Arabowie podnieśli ceny kosztem ograniczenia produkcji. Nie jest to zgodne z prawdą. Nawet w okresie obowiązywania embarga (październik 1973-marzec 1974) podaż ropy w Stanach Zjednoczonych była nieznacznie tylko niższa niż przed tzw. pierwszym kryzysem naftowym (w najniższym punkcie, lutym 1974 r. podaż ropy była tylko 5,1% niższa niż średnia z pierwszych trzech kwartałów 1973 r.<sup>24</sup>). Holandia, którą jako jedyną spośród państw europejskich OPEC postawił w jednym szeregu ze Stanami Zjednoczonymi i obłożył całkowitym embargiem doświadczyła mniejszych braków niż najbardziej proarabskie Francja i Wielka Brytania. Państwom arabskim udało się w ciągu kilku miesięcy czterokrotnie podnieść ceny ropy na światowych rynkach bez wyraźnego ograniczenia produkcji.

Oczywiście w wyniku wzrostu cen ropy państwa eksportujące ten surowiec uzyskały korzyści w stosunku do jej importerów. Nie zmienia to faktu, że zaburzenia na rynkach ropy miały przede wszystkim przyczyny ekonomiczne. Polityczny kryzys na Bliskim Wschodzie był katalizatorem decyzji o radykalnym podniesieniu cen ropy, ale nie jej główną przyczyną. OPEC podjął decyzję wcześniej<sup>25</sup>, jeszcze przed wybuchem wojny Yom Kipur. Zaburzenia na światowych rynkach ropy dawały o sobie znać co najmniej od początku 1973 r. Arabowie skarżyli się z powodu strat, jakie ponosili w związku z dezintegracją światowego systemu monetarnego i dewaluacją amerykańskiego dolara. Za otrzymane dolary mogli nabyć coraz mniej dóbr. Nie może dziwić, że i oni zażądali wyższych cen.

## 2.6. Hipoteza Roberta Mundella

Powyżej opisany obrót rzeczy, w przypadku dewaluacji dolara, był nieunikniony. Był możliwy do przewidzenia i rzeczywiście został przewidziany. W styczniu 1972 r., podczas przemówienia w Genewie, na półtora roku przed wojną Yom Kipur, Robert Mundell stwierdził wprost: „Wkrótce będziemy świadkami dramatycznego wzrostu cen ropy naftowej, a potem wszystkich pozostałych dóbr”<sup>26</sup>.

Na jakiej podstawie Mundell mógł to przewidzieć? Inflacja mierzona jako wzrost cen konsumpcyjnych w 1971 r. wyniosła około 5%. To więcej niż średnio w latach 60., ale jeszcze zdecydowanie za mało by ostrzegać przed „dramatycznym wzrostem cen”. Z CPI takiego wniosku nie można było wyciągnąć. Ale z ceny złota owszem. Podstawowa zasada monetarna w ekonomii

<sup>22</sup> Paul Krugman, jeden z najbardziej znanych i wpływowych ekonomistów na świecie w przyznaje, że na dobrą sprawę nie wiadomo jaka była przyczyna stagflacji w latach 70 – por. np. „Crude Awakening” [www.nytimes.com/library/opinion/krugman/030500krug.html](http://www.nytimes.com/library/opinion/krugman/030500krug.html)

<sup>23</sup> Blinder A. „Economic Policy and the Great Stagflation” 1979, s. 102.

<sup>24</sup> [http://www.palestinefacts.org/pf\\_1967to1991\\_oilembargo\\_result.php](http://www.palestinefacts.org/pf_1967to1991_oilembargo_result.php)

<sup>25</sup> „Decade of crisis 1973 - 1979”, s. 7.

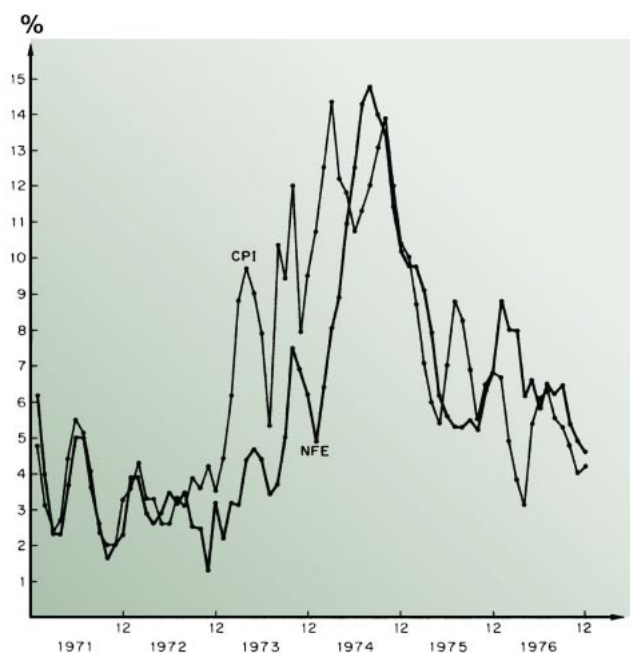
<sup>26</sup> Wanniski J., „Economics in the Rear-View Mirror” [www.wanniski.com/showarticle.asp?articleid=705](http://www.wanniski.com/showarticle.asp?articleid=705)

klasycznej mówi, że zmiana jednostki miary nie zmienia stosunku wymiany dóbr (*terms of trade*). Wszyscy klasyczni ekonomiści XVIII i XIX wieku i ich dwudziestowieczni spadkobiercy jak Mises, Mundell czy Wanniski uważają, że najlepszy miernik wartości w ekonomii stanowi złoto. Jeśli przez 30 lat za uncję złota można było nabyć około 12 baryłek ropy przy dolarze zdefiniowanym jako 1/35 uncji złota, a w technologii wydobycia nie zaszła żadna znacząca zmiana to, jeśli dolar kupuje 4 razy mniej złota (cena złota wyrażona w dolarach wzrasta), to prędzej czy później będzie też kupował cztery razy mniej ropy, miedzi, pszenicy itd. Proces dostosowania na różnych rynkach nie przebiega z tą samą szybkością. Cały czas także działa „normalny” proces cenowy. Na skutek gry sił popytu i podaży zmieniają się relatywne ceny dóbr. Dlatego trudno ocenić czy wzrost nominalnej ceny jakiegoś dobra jest wynikiem 1) rosnącego popytu na to dobro, 2) spadającej podaży tego dobra, 3) rosnącej podaży pieniądza 4) spadającego popytu na pieniądź, jeśli nie dysponuje się miernikiem wartości waluty.

Odczytując sygnał w postaci rosnącej ceny złota Robert Mundell zobaczył zbliżającą się inflację zanim ta zdążyła się odbić w indeksach cen. Reszta była już tylko kwestią czasu. Trudność polega na tym, że dostosowanie nie przebiega jednostajnie na wszystkich rynkach, zmienia się nie tylko poziom cen, ale także ceny relatywne. Niespodziewane zyski notują ci, których produkty są elastyczne cenowo np. producenci złota i ropy, tracą ci, którzy swoje dobra sprzedają na rynkach dostosowujących się wolniej.

Skok cen ropy był tak ostry, że odwrócił uwagę od faktu, że stabilny dolar wywierał już presję na ceny od co najmniej dwóch lat. Wspomniane powyżej studium Blindera potwierdza to w zupełności, chociaż sam autor wzrost cen żywności, energii i pozostałych dóbr traktuje jako wydarzenia od siebie niezależne.

Wykres 2

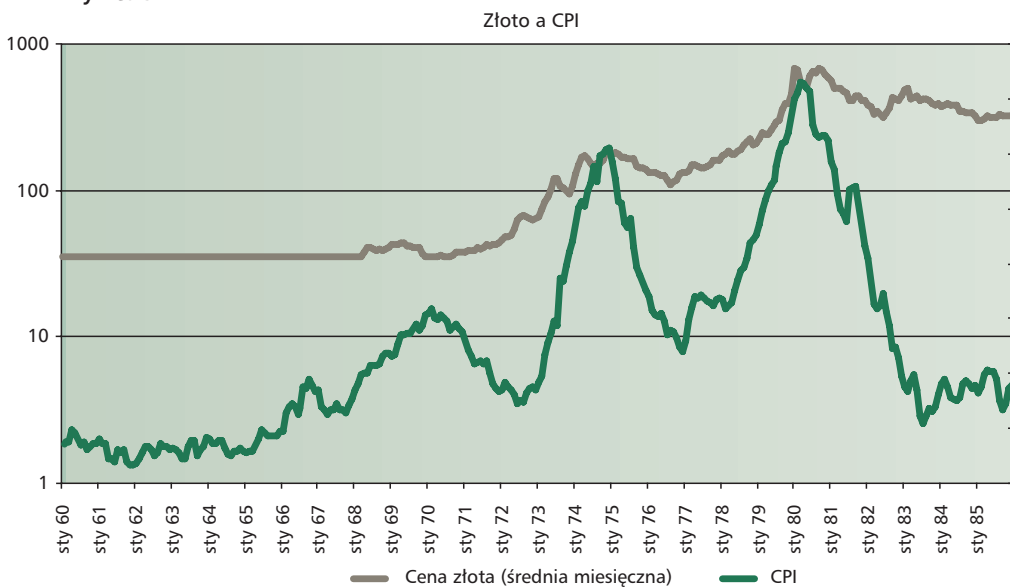


CPI – indeks cen konsumpcyjnych, NFE – indeks cen z wyłączeniem cen żywności i energii  
 Źródło: Blinder A. „Economic Policy and the Great Stagflation” 1979, s. 102.

Nie było niezależnych szoków jak argumentuje Blinder. To są kolejne fale tego samego zjawiska. Mundell przewidział zmianę wszystkich cen na podstawie samej tylko zasady. A dokładna analiza statystyczna tylko to potwierdza. Zmiany „pozostałych cen” wahały się tak samo jak CPI tylko osiągnięcie tej amplitudy zajęło im dłużej czasu.

Ta analiza pozwala też sobie wyrobić zdanie o długości okresu dostosowania w trakcie zaburzeń monetarnych w dojrzałej, długoterminowej gospodarce jaką bez wątpienia była gospodarka amerykańska. Nawet jeśli kontrfaktycznie przyjmiemy, że przed sierpniem 1971 r. nie było znacznych presji inflacyjnych, na wybuch inflacji pod postacią CPI przyszło czekać jeszcze dwa lata! Oczywiście mówimy tu o rynku dóbr. Usługi, płace i nieruchomości dostosowują się jeszcze dłużej.

Wykres 3



Źródło: wykres wykonany przez autora na podstawie danych Kitco i US Bureau of Labor.

Analizując wykres można zobaczyć łatwo, że zmiany cen złota dosyć dokładnie odpowiadają wahaniom indeksów cen, co jednak ważniejsze – zawsze je wyprzedzają. Można więc z tego wnosić, że złoto jest „przyczyną” inflacji, lub wyrażając się precyzyjnie stwierdzić, że złoto jest czulsze na inflację niż indeksy cen. Świadczy też o tym fakt, że amplituda wahań cen złota jest większa niż zakres zmian CPI.

Dlaczego indeksy pokazywały tylko mniejszy wzrost cen (spadająca inflacja, ale nie deflacja) podczas, gdy złoto notowało silne bezwzględne spadki? Zjawisko to staje się jasne kiedy uwzględnimy opóźnienia CPI, które jeszcze nie zdążyły się dopasować do nowego wyższego poziomu – kiedy złoto zanotowało spadek sygnalizując zmniejszenie presji na wzrost cen. Mimo, że bezwzględnie inflacja pozostawała dodatnia cały czas, łatwo zauważyć, że ruchy złota i CPI miały wspólną przyczynę. Zwolnienicy standardu złota interpretują te korelacje jako odbijające zmiany wartości dolara.

Teraz też możemy wytłumaczyć fakt istnienia znaczącej inflacji w końcowych latach systemu z Bretton Woods. Podaż pieniądza była zbyt duża i wywierała wpływ na ceny. Dolar nadal był zdefiniowany jako 1/35 uncji złota, ale to połączenie było coraz mniej efektywne. Kiedy prezydent Johnson wycofał się z londyńskiego golden pool rynkowa cena złota była dużo lepszym wskaźnikiem już rozwijającej się inflacji niż oficjalna cena, po której złota nie można było kupić lub wiązało się to ze znacznym ryzykiem politycznym. Warto też zaobserwować, że inflacja rosła nie tylko w Stanach Zjednoczonych, ale pod koniec lat 60. zaczęła przyspieszać we wszystkich krajach systemu.

## 2.7. Inflacja w modelu ekonomii podaży

W jaki sposób Mundell przewidział wzrost cen ropy? Czy mógł to być przypadek? Nie można tego wykluczyć, choć na korzyść Mundella przemawia fakt, że swoje wnioski opierał na bardzo konkretnej i rozwiniętej teorii. Poza tym prognoz było znacznie więcej i w większości przeczyły temu, czego się ekonomiści spodziewali. W lipcu 1969 r. na konferencji z okazji 25-lecia systemu z Bretton

Woods, Mundell spostrzegł, że „siły historii zmierzają do kolejnego z cyklicznych eksperymentów sterowania pieniądzem”<sup>27</sup>. Tak Mundell skomentował wypowiedź Roberta Roosa, podsekretarza skarbu ds. monetarnych za administracji Kennedy’ego. Rossa obawiał się, że zasoby złota Stanów Zjednoczonych mogą okazać się niewystarczające, aby utrzymać wartość dolara. „Skoro przedstawiciele w administracji nie rozumieją, że rezerwy złota mogą być zachowane, jeśli nadmiar płynności w lokalnej walucie zostanie zaabsorbowany przez sprzedaż obligacji, to jest to, wnioskuje Mundell, początek epoki pieniądza sterowanego”<sup>28</sup>. Mundell przewidywał też, porzucenie wymienialności złota okaże się bardzo bolesnym doświadczeniem i przed rokiem 1980 świat porzuci płynne kursy i system sterowania pieniądza<sup>29</sup>. On też zauważył, że po raz pierwszy w historii inflacja wystąpi w warunkach progresywnego opodatkowania.

W latach 70. w większości krajów kapitalistycznych na skutek inflacji rosły realne ciężary podatkowe. Realnie stałe, ale nominalnie coraz większe dochody „wpełzały” w coraz wyższe progi podatkowe. Niewykwalifikowana siła robocza podlegała podatkom przeznaczonym dla dobrze zarabiających, klasy średnie płaciły wg stawek dla najbogatszych, itd. Skutkiem tego procesu mogło być tylko bezrobocie. Należy tu podkreślić, że podejście Mundella i Wanniskiego do zagadnień podatkowych różni się zasadniczo od tradycyjnej analizy makroekonomicznej. Ekonomisci, którzy za faktyczną determinantę PKB uznają wielkość globalnego popytu, omawiając stagflację lat 70. relacjonują argument rosnących realnie podatków, ale uznają go za mało istotny. Jeśli rosną wpływy podatkowe, a rząd je rozdysponowuje, to globalny popyt zostaje na tym samym poziomie. Mundell i Wanniski podkreślają ogromne znaczenie podatków dla podażowej strony gospodarki. Wysokie marginalne stopy podatków zabijają motywację, „nie opłaca się” pracować. Uciążliwość podatków mierzy się nie ich sumą, czy nawet średnią stopą, lecz właśnie podatkiem od ostatniego zarobionego dolara.

W analizach ekonomistów podażowych, wpływ podatków na gospodarkę nie ogranicza się do przesunięcia pieniędzy z kieszeni podatników do budżetu. Równie istotne jest to, że każdy podatek, czy dochodowy czy pośredni „wbija klin” pomiędzy strony kontraktów w gospodarce, dokładnie na takiej samej zasadzie jak cła. W efekcie, zarówno w pierwszym jak i drugim wypadku część potencjalnie opłacalnych wymian nie dochodzi do skutku. Powyższa argumentacja służy pokazaniu, że istnieje optymalna stopa opodatkowania.

Poziom opodatkowania, który wcześniej pozwalał na dynamiczny rozwój w latach 70. na skutek inflacji zwiększył się do zabójczego dla gospodarek poziomu. Bardzo przekonująco argumentuje za tą tezę Wanniski<sup>30</sup> porównując stopy wzrostu Japonii, USA, UK, Niemiec i Kanady. Rząd kanadyjski w 1972 r. wprowadził do swego systemu automatyczną indeksację progów podatkowych. Mimo, że Kanada nie umknęła inflacji, spadek stopy wzrostu w porównaniu do lat 60. był zdecydowanie najmniejszy.

Wzrost opodatkowania miał też zawrotny wpływ na inflację. Pod koniec omawianej dekady dla tych, którzy obserwowali cenę złota jako sygnał monetarny stało się jasne, że struktura opodatkowania jest bodajże najważniejszym czynnikiem wpływającym na popyt na pieniądź. Im gospodarka jest bardziej hamowana przez nadmierne podatki, tym mniej potrzeba też pieniądza. Spostrzeżenie to stało w ostrej sprzeczności z monetarystycznym założeniem, że popyt na pieniądź jest stabilny i zależy przede wszystkim pod poziomu PKB.

W tym znaczeniu sama inflacja też jest rodzajem klina. Inflacja dodatkowo i niepotrzebnie zwiększa ryzyko wszelkiej działalności gospodarczej, które jest nieodłącznym elementem działania gospodarki rynkowej. Utrudnia lub wręcz uniemożliwia długoterminowe planowanie. Zwiększa koszty transakcji jako, że posiadanie pieniądza gotówkowego jest równoznaczne z utratą realnych dóbr. W czasie inflacji prędkość obiegu pieniądza rośnie, bo podmioty gospodarcze szybciej pozbywają się tracącego na wartości pieniądza.

<sup>27</sup> Reuven Brenner „For a monetary Anchor” [www.polyconomics.com/searchbase/files9.htm](http://www.polyconomics.com/searchbase/files9.htm)

<sup>28</sup> Ibidem.

<sup>29</sup> Wanniski J. „The Mundell-Laffer Hypothesis: A New View of the World Economy”, *The Public Interest*, numer 39, wiosna 1975.

<sup>30</sup> Wanniski J. „The Way The World Works” 1998, s. 236.

To spostrzeżenie tłumaczy dlaczego monetaryzm ma ogromne kłopoty z wyjaśnieniem wydarzeń lat 70. Zwolennicy ujęcia monetarystycznego przyznają, że w latach 70. popyt na pieniądź kształtował się bardzo dziwnie. Przypomnijmy, że monetarysty zakładają stałą prędkość obiegu pieniądza. To założenie nie było dalekie od rzeczywistości w okresie, który badali Friedman i Schwartz. Przez niemalże cały czas (z wyjątkiem kilkunastoletniego okresu po wojnie secesyjnej) wartość dolara była jakoś zabezpieczona. Sytuacja zmieniła się radykalnie po rozpadzie systemu z Bretton Woods. Zerwana została ostatnia formalna gwarancja wartości pieniądza. Nie bez znaczenia także były dominujące przekonania o roli i możliwości polityki monetarnej – łatwy pieniądź jako możliwe lekarstwo na bezrobocie. Inflacja wisiała w powietrzu. Nawet bez wyraźnej zmiany podaży pieniądza skutki inflacyjne okazały się poważne. Tracący wartość pieniądź krążył szybciej wywierając większą presję na ceny.

Wanniski wskazuje na ten słaby punkt monetaryzmu tłumacząc przebieg inflacji w latach 70. „Luźna czy restrykcyjna polityka monetarna nie zależy jedynie lub choćby głównie od podaży pieniądza. Rolę odgrywa także to, czy bank wycofuje pieniądź z gospodarki kiedy popyt na walutę się zmniejsza. Bank centralny nie może nic poradzić jeśli spada popyt na pieniądź poza wycofaniem nadwyżki z obiegu. W latach 70. pieniądź był bardzo łatwy, po pierwsze ze względu na niedogodności w handlu w wyniku fragmentacji Bretton Woods. Po drugie dlatego, że banki nie wycofały niepotrzebnych w gospodarce pieniędzy i to popchnęło gospodarkę w wyższe podatki, a to znowu obniżyło popyt na pieniądź”<sup>31</sup>.

### 2.7.1. Wady systemu płynnych kursów walutowych – argument Mundella-Laffera

Zasadniczą przyczyną inflacji lat 70. w USA była bez wątpienia nadmierna podaż pieniądza. Robert Mundell i Artur Laffer<sup>32</sup> zwrócili uwagę, że przejście do systemu płynnych kursów dodatkowo wzmocniło inflację. Wyszli oni od spostrzeżenia, że przyspieszenie inflacji pod koniec lat 60. zbiegło się z dewaluacjami uzgodnionymi jeszcze w ramach systemu z Bretton Woods. Kiedy Nixon zawiesił wymienialność dolara dewaluacje nasiliły się jeszcze bardziej, a inflacja narastała coraz szybciej. W lutym 1973 r. amerykański sekretarz skarbu oficjalnie ogłosił, to co było już faktem. Epoka sztywnych kursów przeszła do historii, waluty miały być odtąd z zasady wymieniane wg kursów płynnych. Inflacja stała się problemem globalnym, żaden kraj nie uniknął deprecjacji pieniądza.

Mundell i Laffer w swojej argumentacji wychodzą od prostego spostrzeżenia – realna cena dowolnego dobra tzn. wartość w porównaniu do innych dóbr w dwóch krajach, których gospodarki są zintegrowane nie mogą się dużo różnić. Jeśli byłoby inaczej to dobra będą przepływać z jednego do drugiego kraju aż do wyrównania realnych cen.

Co zatem dzieje się kiedy następuje dewaluacja waluty? Ceny nominalne muszą się zmieniać tak, aby powróciła równowaga w cenach realnych. Zmiana jednostki miary nie zmienia stosunku wymiany dóbr (*terms of trade*). Wniosek z tego rozumowania jest następujący: dewaluacja waluty nie jest metodą poprawy bilansu handlowego kraju. Wydarzenia potwierdziły słuszność tego rozumowania.

Kiedy w 1971 r. rządowi USA udało się na partnerach handlowych wymusić dewaluację dolara o 11%, wśród ogromnej większości komentatorów panowała zgoda, że nie będzie to miało znacznych skutków inflacyjnych. Import stanowił tylko niewielką część PKB (circa 5%) więc spodziewano się, że wpływ na CPI wyniesie ok. połowy punktu procentowego (11% od 5%). Koszt zatem niewielki, a dewaluacja miała pomóc amerykańskiemu eksportowi i poprawić bilans handlu. Laffer stwierdził, że w wyniku dewaluacji deficyt nie zniknie (okazało się to prawdą), a 11% dewaluacja oznacza wzrost cen w USA o 11%. Wynik taki jest nieunikniony. Różna może być tylko prędkość dostosowania w zależności od specyfiki rynków poszczególnych dóbr. Proces jest rozciągnięty w czasie i nierównomierny, ale jest nieunikniony – zmiana jednostki miary nie zmienia stosunku wymiany dóbr (*terms of trade*).

<sup>31</sup> Ibidem, s. 240.

<sup>32</sup> Wanniski J. „The Case for Fixed Exchange Rates”, The Wall Street Journal, 14 czerwca 1974 r.

Wizja Laffera-Mundella istotnie różni się zasadniczo od monetaryzmu w poglądach na optymalny reżim kursowy. Prof. Friedman uważa system płynnych kursów za korzystny. Po pierwsze, pozwala zachować pełnię suwerennej władzy w obrębie kraju, po drugie, jest niearbitralny, cena waluty ustalana jest na wolnym rynku co, po trzecie, automatycznie rozwiązuje problem deficytów handlowych. Waluta kraju z deficytem osłabia się, premiując eksport i hamując import w naturalny sposób przywraca równowagę.

Laffer i Mundell twierdzą, że system kursów płynnych jest szkodliwy. W jego ramach obywatele danego państwa muszą polegać w zupełności na dokładności swoich władz monetarnych w dostarczaniu potrzebnej ilości pieniądza. Oczywiście odgadnięcie popytu na pieniądź jest trudne i zawsze obciążone pewnym błędem. W systemie sztywnych kursów błędy mogą się znosić – obywatele kraju, który ma w danej chwili za mało pieniędzy pożyczają je w kraju, który ma ich za dużo i w swoim banku centralnym wymieniają je na walutę lokalną. Widać łatwo, że w systemie sztywnych kursów pieniądź jest jeden i ten sam w całym systemie, choć funkcjonuje pod różnymi nazwami.

W systemie sztywnych kursów nadmierna podaż pieniądza przez banki centralne także spowoduje inflację. Ale zaburzenia będą mniejsze – wszystkie kraje będą miały podobny poziom inflacji, a wahania kursów nie będą wbiły dodatkowego klina między podmioty zaangażowane w handel międzynarodowy.

Laffer i Mundell łamią schematy myślenia przedstawiając taką oto sytuację – jeśli polityka monetarna jest rzeczywiście skuteczna np. w zwalczaniu bezrobocia to może warto w danym kraju posługiwać się dwoma walutami – słabszą na terenach gdzie jest większa stagnacja i mocniejszą w bardziej rozwiniętych obszarach. Ich argumentacja zmierza do pokazania korzyści z posiadania jednego pieniądza nie tylko w ramach kraju, ale także w skali gospodarki światowej.

Wspomniani ekonomiści w całości też odrzucają argument, że wartość waluty nie powinna być arbitralnie wyznaczana przez państwo, lecz ustalana swobodnie na wolnym rynku. Argumentują, że pieniądź nie jest dobrem ekonomicznym, ale jednostką miary, której wartość powinna być stała. Związanie walut jest możliwe oczywiście tylko w sytuacji, jeśli kraje zgadzają się na wspólną stopę inflacji i koordynację polityki pieniężnej.

## 2.8. Podsumowanie

Jeśli spojrzeć krytycznie na ustalenia dominujących nurtów ekonomii lata 70. znaczą są jedną wielką listą niesprawdzonych przepowiedni. Ani nie przewidziały wydarzeń, które nastąpiły, ani nawet nie są w stanie ich przekonująco wytłumaczyć. Bo czyż można wierzyć, kiedy ekonomiści argumentują, że inflacja miała miejsce przede wszystkim dlatego, że politycy nie chcieli jej zwalczać?<sup>33</sup> Oczywiście nikt nie życzy sobie inflacji. Ale jeśli ekonomiści mówią politykom, że można mieć albo inflację albo bezrobocie, trudno się dziwić, że wobec postawionego wyboru wybierali inflację. Okazało się, że wybór oznaczał i inflację i bezrobocie. I nie jest prostym ocenić, w jakim stopniu spada wina na krótkowzrocznych polityków, a w jakim na ekonomistów, którzy gremialnie operowali w schemacie myślenia, który implikował taką właśnie, jak się okazało fałszywą, alternatywę.

<sup>33</sup> W literaturze ta hipoteza powtarza się często por. np. Bradford de Long J. „Inflation of the 70s”.



## 3

# Deflacja

W pierwszej kolejności należy poczynić kilka uściśleń. Przez deflację rozumie się najczęściej sytuację, w której ceny nominalne maleją. Ten stan rzeczy objawia się ujemnymi wynikami indeksów cen. Taka sytuacja, z wyjątkiem ostatnich kilku lat, należy do wielkiej rzadkości. Częściej używa się pojęcia dezinfalcja na określenie polityki zmierzającej do opanowania inflacji. Polityka dezinfalcyjna polega najczęściej na ograniczeniu tempa wzrostu ilości pieniądza, bądź utrzymywaniu relatywnie wysokich stóp procentowych.

### 3.1. Kryzys początku lat 80.

Pod koniec lat 70. dla wszystkich, nawet dla tych, którzy mieli wcześniej bardziej ambiwalentny stosunek do inflacji, stało się jasne, że tracący na wartości pieniądź nie jest lekarstwem na niedomagania gospodarki. Mianowany w 1979 r. na szefa FED Paul Volcker był zdeterminowany do odbudowania wiarygodności władz monetarnych. Rozpoczął zdecydowaną walkę z inflacją. Restrykcyjna polityka polegała na podniesieniu stóp procentowych i ograniczeniu tempa podaży pieniądza zgodnie z postulatami szkoły monetarystycznej.

Wśród ekonomistów nie było zgody co do skutków takiego rozwiązania. Końcówka lat 70. dawała coraz mocniejsze argumenty przedstawicielom nowej ekonomii klasycznej - pieniądź jest neutralny, bo ludzie są racjonalni w swoich oczekiwaniach. Jeśli pieniądza jest za dużo, ceny rosną bez żadnych skutków realnych. Analogicznie, w przypadku ograniczenia podaży pieniądza, realna gospodarka będzie funkcjonować tak samo jak wcześniej, tylko że spadnie inflacja.

Z drugiej strony była cała rzesza ekonomistów różnej orientacji, którzy obawiali się, że koszty dezinflacji okażą się większe. Oprócz keynesistów można tu wymienić np. Fryderyka von Hayeka ze szkoły austriackiej, który twierdził, że „nie można zatrzymać inflacji bez wywołania recesji”. Taki pogląd nie jest odosobniony. Poole obawiał się, że „dla udowodnienia, że bank centralny traktuje sprawę (walki z inflacją) poważnie, może być potrzebna recesja”<sup>34</sup>.

Liczono się ze wzrostem bezrobocia, ale nikt zdaje się nie przypuszczał, że dezinflacja okaże się tak kosztowna. Rok 1982 był najtrudniejszy od czasów Wielkiego Kryzysu. Amerykańska gospodarka wpadła w głęboką recesję, a bezrobocie osiągnęło poziom blisko 10%.

Z całą pewnością początek lat 80. przekreślił rozwijającą się karierę nowej ekonomii klasycznej. Okazało się, że pieniądź nie jest tak neutralny, jak wyobrażali sobie to zwolennicy NEK. Można było odnieść wrażenie, że krzywa Phillipsa znów działa. Inflacja spadła, ale gospodarka dramatycznie przy tym zwolniła. Lucas, Sargent, Barro byli zmuszeni tłumaczyć ten obrót rzeczy argumentując, że zmiana polityki pieniężnej była niezapowiedziana. Ten czynnik miał powiększyć koszty dezinflacji<sup>35</sup>. Mniej radykalni monetaryści wskazują na podobne okoliczności. Według nich dezinflacja była bardziej surowa niż planowano, więc „oczekiwania były wręcz na to nieprzygotowane”. Friedman tłumaczy, że podmioty gospodarcze nie dowierzały nowej polityce dezinfalcyjnej FED.

<sup>34</sup> „Główne nurty makroekonomii”, s. 215.

<sup>35</sup> Ibidem, s. 233.

Wobec niedostatków argumentacji monetarystycznej, w literaturze początek lat 80. podaje się za typowy przykład recesji dezinflacyjnej: inflacja spada, ale rośnie bezrobocie. Jest to widoczny powrót do modelu keynesowskiego. Ekonomiści orientacji keynesowskiej tłumaczą takie zjawisko od strony zagregowanego popytu. Wzrost stóp procentowych oznacza spadek popytu inwestycyjnego i konsumpcyjnego. Otwiera się luka między potencjalnym a faktycznym PKB, przedsiębiorstwa nie mogą sprzedać produkowanych towarów, więc rośnie bezrobocie. Wyjaśnienia podawane przez keynesistów pasują do przebiegu wydarzeń na początku lat 80. Trudno je jednak uznać za przekonujące, bo cała teoria została mocno podważona przez stagflację w latach 70.

W 1983 r. gospodarka nagle odżyła, bezrobocie zaczęło spadać. Zaczęła się najdłuższa ekspansja w historii Stanów Zjednoczonych. Z krótkim przejściowym osłabieniem w 1991 r. trwała do 2001 r.

W literaturze najczęściej pojawia się zdawkowe tłumaczenie, że dezinflacja Volckera w końcu przyniosła skutek. Zwolennicy ekonomii podaży jako jedyni przedstawiają wyjaśnienie dlaczego stało się to dopiero w 1983 r. Wanniski, Laffer i Mundell twierdzą, że kryzys 1981-1982 był wynikiem deflacji. Jak jest to możliwe skoro indeks CPI cały czas pozostawał dodatni?

### 3.2. Interpretacja przyczyn kryzysu w modelu szkoty podażowej

Podażowcy argumentują, że deflacja jest zjawiskiem analogicznym do inflacji. Rosnąca wartość waluty znajduje najpierw odbicie w cenie złota, za którą podążają wszystkie pozostałe. Na skutek deflacji zaburzone zostają ceny względne, z tym, że w tym wypadku proces odbywa się nie z korzyścią, a kosztem producentów surowców i innych dóbr, których ceny są najbardziej elastyczne.

Po drugie, deflacja uderza w kredytobiorców, którzy długi muszą spłacać droższym pieniądzem. Różnica w symetrii z inflacją polega na tym, że tym razem niekoniecznie proces jest korzystny dla wierzycieli. Wzrost wartości pieniądza zmienia warunki kontraktu na korzyść wierzycieli, ale także zwiększa ryzyko niedotrzymania umowy - jeśli dłużnicy nie są w stanie spłacić swoich cięższych zobowiązań kredytodawcy narażeni są nie tylko na utratę odsetek, ale także zainwestowanego kapitału. W czasie deflacji szybko rośnie stopa bankructw. Najpierw niewypłacalność ogłaszają dłużnicy, a za nimi w kłopoty wpadają także ich wierzyciele.

Po trzecie, w czasie deflacji prędkość obiegu pieniądza spada. Kiedy spadają ceny, posiadacze gotówki są bardziej skłonni do odkładania zakupów w czasie. Pieniądz staje się aktywem. Używając przenośni, można powiedzieć, że realnie jest oprocentowany. To dodatkowo powiększa popyt na pieniądź. Podobnie jak w przypadku inflacji, deflacja pogłębia problem, za którego przyczyną się pojawia.

Mając powyższą teorię na uwadze można wydarzenia przełomu lat 70. i 80. objaśnić dużo lepiej niż to pozwala przyjęte ujęcie keynesowskie (recesja dezinflacyjna). Przez całą kadencję Cartera wartość dolara spada z początkowego poziomu 140\$ za uncję złota. Cena złota zanotowała historyczny rekord w lutym 1980 r. przekraczając poziom 850\$ za uncję. Kombinacja restrykcyjnej polityki FED oraz zapowiedzi radykalnych obniżek podatków (pod tym hasłem w listopadzie 1980r. Ronald Reagan wygrywa wybory) wzmocniła dolara. Podaż pieniądza utrzymywała się na stałym poziomie (FED działał wtedy według pryncypiów monetarystycznych), ale popyt na pieniądź rósł w oczekiwaniu na obniżki podatków. W efekcie wartość dolara zaczęła rosnąć, na co wskazywała bardzo szybko spadająca cena złota. W przeciągu 18 miesięcy cena spadła z 850\$ do 300\$ za uncję.

W ciągu lat 70. wartość dolara niemal cały czas spadała, teraz zaczęła bardzo szybko rosnąć. Jednak przy takim rozchwianiu monetarnym trudno ocenić jaka będzie optymalna cena złota. Niektóre sektory już zdążyły się dostosować do nowego poziomu, inne jeszcze nie. Zupełnie możliwa

staje się sytuacja kiedy na najbardziej elastyczne ceny już wpływa deflacja, podczas gdy te wolniej reagujące cały czas dostosowują się do wcześniejszej inflacji. Dlatego problem polega na ustaleniu takiego punktu, w którym dostosowanie będzie najmniej bolesne dla gospodarki jako całości. Oznacza to spadek cen w najszybciej dostosowującej się sektorach i dalszy wzrost aż do osiągnięcia równowagi w tych mniej elastycznych cenowo. Obserwując spadek cen złota Mundell oceniał, że przy dolarze wartym 1/425 uncji złota interesy dłużników i wierzycieli będą w równowadze<sup>36</sup>. Dolar jednak nadal się wzmacniał, bo FED kontynuował restrykcyjną, w zamierzeniu dezinfalcyjną, politykę kierując się indeksami cen, które cały czas wskazywały inflację. Problemem jednak nagle stała się deflacja. Rosnący w wartość dolar i wysokie nominalne stopy nakładały teraz ogromny ciężar na dłużników, którzy zaciągnęli kredyty w dolarach nie tylko w Stanach Zjednoczonych, ale na całym świecie.

Wanniski wspomina: „Recesja 1981-1982 była najgorsza od lat 30. i niemal zniszczyła gospodarkę i prezydenturę Reagana. W dniu św. Patryka 1982 r. zadzwoniłem do szefa FED Paula Volkera praktycznie błagając go, aby poluźnił politykę monetarną przez zakup obligacji za nowo wykreowaną płynność. Złoto kosztowało wtedy 310\$. „Czy Pan chce żebyśmy wznieśli inflację” Volcker spytał z niedowierzaniem. „Nie, chcę aby Pan zatrzymał deflację albo dłużnicy na całym świecie liczący swoje należności w dolarach zbankrutują”<sup>37</sup>.

Argumentacja zwolenników złota nie przekonała monetarystów, którzy byli odpowiedzialni za politykę pieniężną w administracji Reagana i dopiero niewypłacalność dłużników Stanów Zjednoczonych pozwoliła, siłą faktów dokonanych, zakończyć deflację. Pod koniec lat 70. Meksyk zaciągnął ogromne kredyty licząc, że łatwo spłaci je cały czas droższą ropą. W 1982 r. kiedy dolar bardzo szybko się wzmacniał, a cena ropy spadła w ślad za złotem Meksyk ogłosił, że nie jest w stanie obsługiwać swojego długu. Amerykańskie banki będące w posiadaniu meksykańskich obligacji stanęły przed perspektywą ogromnych strat lub nawet bankructwa. Volcker oświadczył, że w zaistniałej sytuacji nie może kontynuować zaadaptowanej na początku swojej kadencji polityki stałej stopy wzrostu pieniądza. Dał się przekonać zwolennikom złota, którzy argumentowali, że odciążona za sprawą niższych podatków gospodarka potrzebuje więcej pieniądza. Volcker zgodził się kupić za „świeżo wydrukowane pieniądze” część meksykańskiego długu. Podaż pieniądza wzrosła jednorazowo o 3 mld dolarów, a cena złota skoczyła o 50\$ w ciągu tygodnia.

Monetarysty byli pewni, że ta ogromna porcja „łatwego pieniądza” oznacza powrót inflacji. Tak się nie stało. Inflacja nadal malała, stopy procentowe skokowo spadły, a recesja skończyła się niemalże z dnia na dzień. Niższe podatki i zakończenie dramatycznej deflacji wystarczyły, aby uwolnić energię Amerykanów i umożliwić dynamiczny rozwój gospodarki. Zaczęła się najdłuższa ekspansja w historii Stanów Zjednoczonych.

Wedle teorii ekonomistów interpretujący cenę złota jako sygnał monetarny w latach 1980-1982 gospodarka wpadła w głęboką recesję ponieważ:

- w ciągu 18 miesięcy dolar dwukrotnie zwiększył swoją wartość wywierając ogromną presję na wszystkich, którzy zaciągnęli kredyty w dolarach. Na początku lat 80. stopa bankructwa była bardzo wysoka.
- deflacja również zaburzała działanie mechanizmu cenowego i w związku z tym utrudniała optymalną alokację kapitału.
- realne stopy opodatkowania rosły na skutek wpełzania w coraz wyższe progi. Reaganowskie obniżki podatków weszły w życie w pełni dopiero w 1983 r.

Podsumowując, biorąc podaż pieniądza lub indeksy cen za najistotniejsze wskaźniki polityki monetarnej nie ma możliwości wyjaśnić dlaczego w latach 70. polityka łatwego pieniądza nie przynosiła pozytywnych skutków, a później, w 1982 r., gwałtowne zwiększenie podaży pieniądza zaowocowało szybkim wzrostem gospodarczym przy ciągle spadających indeksach cen.

<sup>36</sup> Wanniski J. „The Interaction of Money and Taxes (cont.)” [www.supplysideinvestor.com/showarticle.asp?articleid=1958](http://www.supplysideinvestor.com/showarticle.asp?articleid=1958)

<sup>37</sup> Wanniski J. „Deflation monster” [www.nationalinvestor.com/Experts—Wanniski.htm](http://www.nationalinvestor.com/Experts—Wanniski.htm)

Obserwacja nominalnej ceny złota pozwala stwierdzić, że szkody nie wynikają z gwałtownego nawet zwiększania podaży pieniądza, ale z niedostosowania podaży pieniądza do popytu na niego zgłaszanego przez gospodarkę. Dlatego właśnie doświadczeń roku 1982 nie należy więc traktować jako potwierdzenia teorii o pożytkach płynących z monetarnej stymulacji. Decyzja Volckera po prostu zakończyła deflację.

Deflacja, mimo że ostra i bolesna była jednak krótka. Indeksy cen cały czas rosły na skutek odwleczonego działania dziesięcioletniej inflacji. Ekonomiści, którzy miary inflacji upatrują w CPI widzieli tylko dezinflację i jej właśnie przypisali sprawstwo głębokiej recesji na początku lat 80. FED, przy poparciu ogromnej większości profesji ekonomicznej, lekceważąc sygnał wysyłany przez cenę złota nie tylko wyhamował inflację, ale także spowodował deflację.

Deflacja jest jednym z najrzadszych fenomenów w ekonomii. Bardzo rzadko pojawia się ona jako wynik świadomej polityki – rządy są najczęściej największymi dłużnikami w gospodarce i w związku z tym najbardziej korzystają na inflacji i najwięcej tracą w wyniku deflacji. W związku z tym nie może dziwić, że w historia gospodarcza obfituje w przypadki inflacji, a deflacja pozostaje rzadkim kuriozum.

Patrząc na problem zupełnie abstrakcyjnie można postawić pytanie: jeśli przyczyną gospodarczych trudności często jest zbyt duża ilość pieniądza, to czy, *a contrario* problem może też wynikać z tego, że pieniądza jest za mało?

### 3.2.1. Monetarystyczna analiza fenomenu deflacji

Monetaryści odpowiadają, że tak. Za najbardziej jaskrawy przykład deflacji służy Wielki Kryzys lat 30. Friedman i Schwartz przyczyn największego załamania w historii gospodarczej XX wieku upatrują w radykalnym zmniejszeniu podaży pieniądza. Od sierpnia 1929 r. do marca 1933 r. ilość pieniądza spadła blisko o jedną trzecią. Giełdowy krach z października 1929 r. spowodował nagłe załamanie nastrojów. Zahamował wydatki oraz skłonił do powiększania płynnych rezerw na nieprzewidziane wypadki. Wycofywanie depozytów przez ludność i przedsiębiorstwa (zamiana wkładów na gotówkę) zmniejsza ilość rezerw sektora bankowego a przez to również globalną ilość pieniądza w gospodarce. Monetaryści duże znaczenie przypisują tzw. mnożnikowi kreacji pieniądza. Stoją na stanowisku, że banki udzielając kredytu tworzą pieniądź. W tym procesie są one ograniczone ilością posiadanych rezerw. Wycofywanie wkładów z banków zmniejsza ich rezerwy, a zatem i globalną ilość pieniądzy. Ostatecznym kreatorem rezerw jest System Rezerwy Federalnej. Może on przeżywającym chwilowe trudności płatnicze bankom udzielać pożyczek lub za pomocą operacji na otwartym rynku (handel rządowymi długami czyli obligacjami) wpływać na wielkość ich rezerw. Pasywna (powstrzymanie się od wszelkiego działania), a nawet deflacyjna (zmniejszanie sumy pożyczek udzielonych bankom) polityka Fed w najcięższych latach kryzysu wydatnie pogłębiła i tak już dramatyczną zapaść. „System Rezerwy oblał egzamin na całej linii. Nie zrobił nic lub prawie nic, aby zapewnić systemowi bankowemu płynność<sup>38</sup>”.

Zmniejszenie ilości pieniądza może mieć bardzo poważne i niekorzystne skutki realne. Gospodarka wpada w deflację, dusi się z braku pieniędzy. To właśnie miało się stać podczas Wielkiego Kryzysu. Nie oznacza to wcale, że recesji w ogóle można było uniknąć. Monetaryści twierdzą jednak, że byłby on podobny do dziesiątków innych kryzysów przed nim i po nim, które znamy z historii.

Monetaryści krytykując FED w latach 30. nie wspominają dlaczego władze monetarne nie reagowały obserwując spadającą podaż pieniądza. Nie mogły tego zrobić, gdyż podaż pieniądza była ograniczona przez obowiązek zachowania wymiennalności pieniądza na złoto. Wartość dolara była gwarantowana wypłatą złota na żądanie. I zwiększenie płynności tak jak sugerują monetaryści byłoby równoznaczne z porzuceniem standardu złota.

<sup>38</sup> Milton Friedman „*Kapitalizm i wolność*”, 1993, s. 54.

Monetaryści najczęściej nie mówią tego wprost, ale wniosek z ich analizy wydarzeń lat 1929-1933 jest prosty i jednoznaczny. Standard złota, jeśli nawet nie był bezpośrednią przyczyną, to na pewno przyczynił się do pogłębienia Wielkiego Kryzysu - władze monetarne miały związane ręce i nie mogły zapobiec spadkowi ilości pieniądza.

Pierwszym, który krytykował sztywność jaką narzuca standard złota, był Keynes. Monetaryści, ostro krytykując Keynesa w wielu punktach, bez zastrzeżeń podchwycili jego przekonanie, że standard złota jest barbarzyńskim reliktem. Od Wielkiego Kryzysu główną obawą większości ekonomistów była wątpliwość czy w danym reżimie monetarnym pieniądz jest zbyt sztywny, czy wystarczy płynności, aby obronić gospodarkę przed stoczeniem się w deflację. W 1944 r. tego obawiał się Keynes – nie chciał aby związany ze złotem dolara być walutą rezerwową systemu. Wspólna keynesistom i monetarystom niechęć do wszelkich związków pieniądza ze złotem tłumaczy też dlaczego rozpad systemu z Bretton Woods nie był dla większości ekonomistów powodem do niepokoju.

### 3.2.2. Zastrzeżenia do teorii monetarystycznej

Argumentacja monetarystów, choć oparta na bardzo dużym materiale empirycznym, ma jednak słaby punkt. Korelacja między ilością pieniądza a stanem koniunktury jest niezaprzeczalna. Nie dotyczy to tylko Wielkiego Kryzysu, ale całego okresu, który badali Friedman i Schwartz. Niemalże całe 800-stronicowe dzieło pokazuje tę zależność. Na końcu jednak autorzy potrzebują tylko 3 zdań by rozstrzygnąć, co jest przyczyną, a co skutkiem. Stwierdzają, że zmiany ilości pieniądza są przyczyną zmian koniunktury na podstawie faktu, że początek zmian monetarnych poprzedza początki odpowiednich ruchów koniunktury.

To jest mocny argument, ale dla zaobserwowanych zależności można też podać inne wytłumaczenie. W warunkach standardu złota spadek cen i ilości pieniądza może być skutkiem, a nie przyczyną załamania gospodarczego. Ten mechanizm można dobrze pokazać na przykładzie Wielkiego Kryzysu.

Istnieje hipoteza, że Wielki Kryzys miał przyczyny natury nie monetarnej, ale fiskalnej. Wanniski<sup>39</sup> zaobserwował, że pierwsza wielka fala wyprzedaży na Wall Street (czarny czwartek) nastąpiła, gdy inwestorzy dowiedzieli się, że projekt ustawy Smoota-Hawleya będącej właściwie zakazem handlu międzynarodowego (wzrost ceł na ogromną liczbę towarów rzędu kilkuset procent) najprawdopodobniej wejdzie w życie. Tak rzeczywiście się stało w 1930 r., ustawa została przegłosowana i podpisana przez prezydenta Hoovera. Inne kraje w odpowiedzi podniosły swoje bariery celne. Handel międzynarodowy zamarł, w najniższym punkcie do 35% poziomu z 1928 r. Kiedy dochody budżetu zaczęły spadać w imię zrównoważonego budżetu Kongres z inicjatywy Hoovera podniósł podatki dochodowe. Kliny podatkowe wbite zostały także między strony wymiany handlu krajowym. Podatki i cła podważyły sens marginalnych transakcji. W efekcie zapasy gromadziły się po obu stronach barier czy to międzynarodowych czy wewnętrznych. Widząc piętrzące się na półkach zapasy Keynes obwieścił początek kryzysu nadprodukcji.

Keynesiści ze zmniejszenia się wolumenu wymiany (PKB) i rosnącej ilości niewykorzystanych zasobów produkcji (bezrobocie, fabryki pracujące na ułamku dostępnej mocy produkcyjnej) wnioskuje o spadku globalnego popytu. Faktycznie jednak, problemem nie był niedostateczny popyt, lecz ogromne utrudnienia w wymianie handlowej.

Spadek ilości pieniądza, na który zwracają uwagę monetaryści nie był przyczyną, lecz skutkiem zwiększenia barier dla wszelkiej działalności gospodarczej. W systemie, takim jak funkcjonował w USA w tym okresie, spadek ilości pieniądza był procesem automatycznym, gospodarka w fazie recesji po prostu nie potrzebowała tylu pieniędzy. Gospodarka kurczyła się od momentu kiedy prawdopodobnym się stało wprowadzenie wyższych ceł i podatków, bo rynek, zwłaszcza rynek akcji, dyskontuje przyszłe wydarzenia. Wraz z możliwościami działania gospodarczego spadał popyt na pieniądz. Czy to bezpośrednio przez konwersję banknotów na złoto, czy przez zmniejszenie wolumenu kredytu, ilość pieniądza spadła tak, aby stała postać jego wartość wyrażona w złocie.

<sup>39</sup> Jude Wanniski „*The Way The World Works*” 1998, s. 136.

### 3.2.3. Dlaczego w indeksach cen pojawiła się deflacja?

Nie mogąc znaleźć nabywców producenci obniżali ceny do poziomu likwidacyjnego, aby odzyskać choć część zainwestowanych środków. CPI pokazuje intensywną deflację, choć przyczyna tego stanu rzeczy jest fiskalna, ale nie monetarna.

Monetaryści prawie zupełnie lekceważą zagadnienia podatkowe czego najlepszym chyba dowodem jest fakt, że w indeksie sztandarowej „Historii monetarnej USA” nie hasła „podatki”. Dla keynesistów zmiany fiskalne (podatkowe i celne), o ile nie pociągają ze sobą deficytów lub nadwyżek budżetowych, również nie mają wielkiego znaczenia. Siłę nabywczą zamiast sektora prywatnego egzekwuje rząd, a popyt globalny, główny determinant produkcji globalnej w teorii keynesowskiej, pozostaje na tym samym poziomie.

Ekonomiści klasyczni i ich XX wieczni następcy zupełnie inaczej patrzą na wpływ i znaczenie fiskalizmu. Podatki nie tylko przenoszą pieniądze z kieszeni obywateli do budżetu, ale także nieuchronnie zniechęcają do pracy i podejmowania ryzyka (inwestowania). Podatki od działalności gospodarczej (tak dochodowe jak i pośrednie) wpływają demotywująco, rozbijając zależność pomiędzy wysiłkiem a wynagrodzeniem. W wyniku, w gospodarce jest mniej pracy i mniej podejmowania ryzyka. Rośnie stopa opodatkowania, ale zmniejsza się baza podatkowa. Wynika z tego, że każdy podatek ma optymalną stopę, której przekroczenie powoduje spadek dochodów fiskusa.

Drugie bardzo ważne spostrzeżenie: istnieje daleko idąca zależność pomiędzy pieniądzem a podatkami. Niższe podatki zwiększają popyt na pieniądź, co sygnalizuje spadająca cena złota (dolary stają atrakcyjniejsze niż złoto). Podwyższenie podatków zmniejsza zapotrzebowanie na pieniądź, co odbija się we wzroście cen złota. Jeśli władze monetarne nie uzupełnią lub odpowiednio nie zredukują ilości pieniądza wszystkie ceny będą musiały się dostosować do nowej wartości waluty. Deflacja i inflacja mogą być wynikiem zaniechania zmiany ilości pieniądza, kiedy odpowiednio rośnie lub maleje nań popyt.

### 3.3. Deflacja 1997-2002

Deflacja dolara, która zaczęła się w 1997 r. miała taką właśnie przyczynę. Zwiększającego się popytu na pieniądź w wyniku obniżki podatków FED nie zaspokoił dodatkową ilością pieniądza.

Po burzliwych latach 70 r. i dramatycznym początku lat 80. nastąpił okres stabilizacji dolara. W latach 1988-1996 wartość dolara utrzymywała się na względnie stałym poziomie 350\$, co pozwoliło gospodarce dostosować się ostatecznie do wcześniejszych zawirowań monetarnych.

Nieprzypadkowo wspomniany okres był czasem dynamicznego rozwoju amerykańskiej gospodarki. Stabilność pieniądza zmniejszyła ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej, co odbijało się również w niskim poziomie stóp procentowych. Równocześnie wiele krajów, chcąc skutecznie swoją walkę z inflacją (Argentyna) czy zredukować bariery w handlu międzynarodowym (Azja Południowo-Wschodnia) związały swoje waluty z dolarem przez mechanizm currency board. W ten sposób „importowały” stabilność dolara.

Począwszy od 1997 r. w przeciągu krótkiego okresu cena złota spadła z 380\$ do, w najniższym punkcie, 250\$ za uncję sygnalizując znaczny wzrost wartości dolara. Wedle interpretacji podaźowców popyt na pieniądź wzrósł w wyniku obniżki podatków, która została uchwalona przez Kongres w 1997 r. Obserwując zmianę spadek ceny złota ekonomiści strony podaźowej zaczęli ostrzegać, że, o ile polityka monetarna nie zostanie skorygowana, wszystkie ceny będą musiały się dostosować do zmiany wartości pieniądza w bolesnym procesie deflacji. Co więcej, ze względu na znaczenia dolara jako punktu odniesienia dla innych walut, skutki zmiany wartości amerykańskiego pieniądza wykraczały daleko poza granice USA.

W roku 1997 dla krajów posiadających currency board sztywne związanie z dolarem zaczęło oznaczać import deflacji. Zmiana wartości waluty referencyjnej wywarła ogromną presję na sztywne

połączenie. W połowie 1997 r. kraje Azji Płd. Wschodniej z Tajlandią w pierwszym szeregu zostały zmuszone do porzucenia systemów *currency board*. Rok później kryzys walutowy dotknął też Rosję, gdy w ślad za złotem spadła cena ropy, rosyjskiego towaru eksportowego nr 1 i najważniejszego źródła dewiz. Rosja zdewaluowała rubla i odmówiła wykupienia swoich dolarowych obligacji.

Argentyna, która na początku lat 90. wpisała do swojej konstytucji parytet peso/dolar, najbardziej ucierpiała w wyniku deflacji. Obciążona dużym i realnie drożącym długiem (Argentyna eksportuje towary, których cena dostosowują się do zmian monetarnych szybko, przede wszystkim żywność) Argentyna zmuszona była ubiegać się o kredyty IMF. Pożyczki nie mogły w żaden sposób usunąć przyczyny jej problemów, które były natury monetarnej, ale przyczyniły się do pogłębienia kryzysu. Warunkiem udzielenia kredytów była likwidacja deficytu budżetowego. Argentyna miała podnieść podatki i w czasie pogłębiającego się kryzysu obciążyć wydatki. Tego planu oczywiście nie udało się wykonać, podniesienie podatków wcale nie zwiększyło wpływów, a gospodarka pogrążyła się w totalnym chaosie.

W Stanach Zjednoczonych, deflacja była spowodowana wzrostem popytu na pieniądź. Większy popyt na pieniądź był skutkiem obniżki podatków, która oczywiście wywierała pozytywny wpływ na gospodarkę. Po drugie, amerykańska gospodarka miała dużo dojrzałą strukturę długów, co sprawiało, że dostosowanie do zmiany wartości pieniądza było bardziej rozciągnięte w czasie. Po trzecie wreszcie, patrząc najbardziej ogólnie, Amerykanie specjalizują się w wytwarzaniu dóbr wymagających dużych nakładów kapitału, przede wszystkim intelektualnego. Te dobra reagują na zmiany monetarne w ostatniej kolejności.

Te uwagi pozwalają zrozumieć jak, paradoksalnie, deflacja przyczyniła się do znakomitej kondycji amerykańskiej gospodarki w ostatnich latach XX wieku. Wanniski takiego używa porównania: pod koniec lat 90. USA stały na szczycie zapadającej się góry. Deflacja początkowo działała na korzyść amerykańskiej gospodarki, bo taniały importowane surowce, a ceny tych dóbr w których specjalizowali się Amerykanie jeszcze nie zdążyły się dostosować. Ale, przy dolarze droższym niż 1/300 uncji złota, spadek pozostałych cen był nieunikniony. W 2000 i 2001 r. dosięgnął najważniejsze sektory amerykańskiej gospodarki.

Szczególnie widoczne było to w przypadku sektora nowych technologii. Nowa Gospodarka, nie dysponując własnym kapitałem jak dojrzałe sektory, finansowała swoje inwestycje kredytami lub emisją akcji. Na skutek wzrostu wartości dolara „dobrze pomyślane” inwestycje na masową skalę okazywały się chybione. To, co obserwowaliśmy w 2000 roku nie było pęknięciem bańki spekulacyjnej, lecz nieuchronnym skutkiem deflacyjnego dostosowania. Podobnie niesamowita hossa internetowa wcześniej nie była czymś z gruntu irracjonalnym (choć były też i takie przypadki), lecz wynikiem zaburzenia alokacji kapitału.

Wyniki zaburzenia alokacji kapitału doskonale widać na przykładzie rynku ropy. Kiedy w 1997 r. na dobre zaczęła się inflacja dolara, zgodnie z tym, czego można się było spodziewać na podstawie wcześniejszych doświadczeń, ropa naftowa zareagowała w pierwszym rzędzie. Przy cenie czarnego złota rzędu 10 dolarów za baryłkę producenci ropy wstrzymali wszelkie nowe inwestycje. Zareagowali tak, jak gdyby w rzeczywistości bardzo spadł popyt na ropę. Kapitał popłynął do innych, uznanych za atrakcyjniejsze sektorów. Mówiąc obrazowo, nowe technologie rozwijały się na kapitale, który częściowo „powinien” być przeznaczony na odnawianie infrastruktury w przemyśle wydobywczym. W 2000 roku cena ropy podskoczyła do 35 dolarów, odbijając się jako wzrost inflacji mierzonej CPI na całym świecie. Gospodarka światowa zgłaszała na popyt na ropę, którego producenci nie byli w stanie zaspokoić.

Kiedy wahanemu ulega wartość waluty działanie mechanizmu cenowego zastaje zaburzone przez nierównomierne dostosowania różnych sektorów. Inwestorzy zmuszeni są dokonywać decyzji w warunkach ryzyka większego niż wynika to z natury gospodarki rynkowej. Skutkiem tego stanu rzeczy najprawdopodobniej będzie większa ilość nietrafnych inwestycji.

Nie można jednoznacznie stwierdzić, czy przyczyną stwierdzonego przypadku nieoptymalna alokacja kapitału (objawiającego się np. bankructwem przedsiębiorstwa) była skutkiem błędnej od początku decyzji czy też decyzji, która w wyniku zmiany polityki monetarnej okazała się błędna.

Teoretycznie obie możliwości są warte rozważenia. Praktycznie jednak spór nie istnieje. Powszechnie przyjmuje się, że internetowa hossa była irracjonalna, nawet jeśli owa domniemana irracjonalność została przewidziana. Ci, którzy zmianę ceny złota interpretowali jako sygnał monetarny wiedzieli, że zmiana wszystkich cen, dóbr, usług, aktywów kapitałowych itd., choć opóźniona jest nieuchronna. Proces dostosowania jest też kosztowny dla gospodarki jako całości, zwłaszcza dla tych, którzy inwestowali dużo i długoterminowo.

Za tą interpretacją przemawia też fakt, że inne teorie nie radzą sobie z wytłumaczeniem tych wydarzeń. W Stanach Zjednoczonych indeksy prawie cały czas pozostawały dodatnie, więc obecna sytuacja jest traktowana jako klasyczna recesja. Ale jeśli przyjąć tę hipotezę to nie ma dobrej odpowiedzi na pytanie dlaczego obniżka stóp procentowych do poziomu poniżej 2% ani obciążenie podatków nie przynosi żadnych skutków.

Stopy amerykańskiego banku centralnego są na poziomie najniższym od półwiecza i najwyraźniej w niczym to nie poprawiło stanu amerykańskiego gospodarki w 2001 i 2002 r.

### 3.4. Podsumowanie

Pomimo istotnych różnic w poziomie indeksów cen, oba opisane okresy, początek lat 80. i końcówka lat 90. są przykładami tego samego zjawiska monetarnego - deflacji. Deflacja nie jest tożsama ze spadkiem cen, który równie dobrze może być wynikiem przyczyn innych niż pieniężne np. wzrostu produktywności lub dekonjunkury gospodarczej. Problem polega na rozróżnieniu zjawisk monetarnych i niemonetarnych. Trudno to wywnioskować na podstawie czynników takich jak indeksy cen, agregaty pieniądza czy wysokość stóp procentowych. W rozróżnieniu natury i przyczyny obserwowanego spadku lub spowolnionego wzrostu indeksu cen podażowcy największą rolę przypisują nominalnej cenie złota. Cała ich teoria, która zostanie przedstawiona w kolejnym rozdziale, opiera się na tej obserwacji.

Tak jak inflacja lat 70. bardzo mocno podważyła teorie i wnioski keynesistów tak dwa opisane przykłady deflacji stanowią empiryczne świadectwo słabości ujęcia monetarnego. Milton Friedman przyznaje, że „użycie ilości pieniądza jako celu [polityki monetarnej - przyp. K.N.] nie było sukcesem<sup>40</sup>”.

Monetaryści zakładają, że popyt na pieniądz jest zasadniczo stabilny i zależy przede wszystkim od wielkości gospodarki. Stąd bierze się zasadnicza idea monetarystów - kluczem do zrozumienia zjawisk pieniężnych jest zależność pomiędzy ilością dóbr a ilością pieniądza.

W świetle przedstawionych wydarzeń nie da się utrzymać istotnego założenia teorii monetarystycznej. Nie da się dostrzec stabilnych korelacji agregatów pieniężnych z sytuacją monetarną. Taki wniosek nasuwa się nawet na podstawie tego, co twierdzą autorzy uznający pryncypia monetaryzmu. „Wielość stosowanych przez banki definicji podaży pieniądza wynika w dużej mierze z tego, że banki centralne poszukują takich agregatów monetarnych, w przypadku których występuje możliwie największa współzależność pomiędzy zmianami ich wielkości i zmianami tempa inflacji krajowej<sup>41</sup>”.

Ten cytat pokazuje sprzeczności w jakie wikała się monetaryzm. Naczelna teza tej doktryny mówi, że globalny wzrost cen wynika zawsze ze zmiany ilości pieniądza. Żeby utrzymać to twierdzenie trzeba uciec się do manipulowania definicją pieniądza w taki sposób, aby zmiany w agregatach rzeczywiście odbijały stopę inflacji.

Popyt na pieniądz nie zależy tylko lub choćby głównie od wielkości gospodarki. Popyt na pieniądz jest zjawiskiem bardziej skomplikowanym niż przyjmują to monetaryści. W tej sytuacji, jeśli

<sup>40</sup> London S. „Lunch with the FT: Milton Friedman” Financial Times 6 czerwiec 2003 r.

<sup>41</sup> Sławiński A., Osiński J. „Operacje otwartego rynku banku centralnego” 1995, s. 20.



skupiać uwagę tylko na podaży pieniądza istnieje ryzyko niedostrzeżenia faktu, że sytuacja monetarna zmienia się pod wpływem wahan popytu na pieniądz.

Analizując rzecz od podstaw można powiedzieć, że nominalna cena każdego dobra jest funkcją czterech czynników, popytu na to dobro, jego podaży, popytu na pieniądz, podaży pieniądza. Złoto posiada tę wyjątkową właściwość, że bardzo rzadko zmienia cenę z powodu pierwszych dwóch powodów<sup>42</sup>. Dlatego właśnie, wskaźnik będący funkcją zarówno popytu jak i podaży na pieniądz, czyli nominalna cena złota ma kapitalne znaczenie dla polityki monetarnej.

Na marginesie warto dodać jedno spostrzeżenie. W dyskusji o walce z inflacją mówi się często, że bardzo łatwo i szybko można zbić dużą inflację do znośniejszego poziomu w granicach 10-20%, ale dalsze jej zmniejszanie jest procesem długim trudnym i najczęściej bolesnym. W świetle tych rozważań łatwiej zrozumieć dlaczego tak jest. Po okresie intensywnej inflacji, nawet jeśli zastosowano optymalne środki zaradcze (trwałe ustalenie standardu monetarnego na optymalnym poziomie) osiągnięcie równowagi może trwać jeszcze lata, zwłaszcza jeśli gospodarka jest dojrzała (posiada wiele długoterminowych kontraktów).

Procesu tego nie można przyspieszyć bez wywołania deflacyjnej recesji. Trzeba i wystarczy tylko czekać. Dla przykładu, Wanniski szacuje, że amerykańska gospodarka dopasowała się w pełni do 10-krotnego spadku wartości dolara, jaki nastąpił w wyniku inflacji zapoczątkowanej przez rozpad systemu z Bretton Woods dopiero w połowie lat 90.<sup>43</sup>

<sup>42</sup> Rozwinięcie tej argumentacji znajduje się w rozdziale 4.

<sup>43</sup> Supplysideinvestor, grudzień 2001, s. 4.

## 4

## Teoria monetarna szkoły podażowej

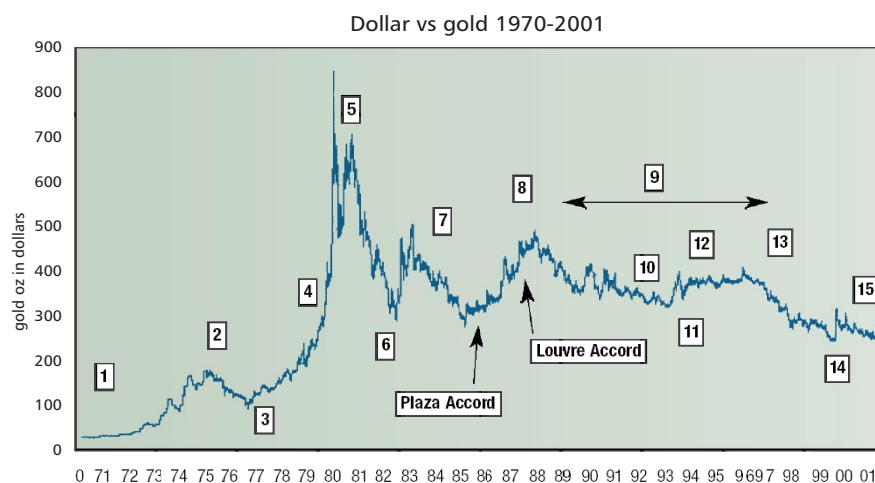
W toku tej pracy przeanalizowałem kilka okresów historii dolara. Pośród wielu teorii interpretacji przedstawione przez ekonomistów szkoły podaży wydały mi się najbardziej przekonujące. To właśnie empiryczne studia podażowców stanowią argument najmocniejszy na rzecz ich teorii. Dokładność przewidywań i użyteczność w tłumaczeniu przeszłości nakazuje przyrzeć się bliżej modelowi ekonomii podaży mimo, że odbiega on znacznie od tego, co można uznać za obszar konsensusu w ekonomii.

Najistotniejszym novum w teorii monetarnej ekonomii podaży jest przesunięcie nacisku z ilości pieniądza na jego wartość. W tym punkcie podażowcy nawiązują bardzo ściśle do ustaleń klasyków ekonomii. Ich zadaniem pieniądz jest przede wszystkim jednostką miary, jednostką obrachunkową. Wanniski używa porównania<sup>44</sup>: pieniądz jest ekonomicznym odpowiednikiem metra lub kilograma. Kilogram nie jest tożsamy z odważnikiem o takiej masie. Podobnie i pieniądz to nie banknot lub moneta lecz pewien wzorzec. Celem polityki monetarnej jest utrzymanie stałej wartości owego wzorca.

Pomiar wartości pieniądza jest sprawą wielce dyskusyjną. Istnieje wiele miar – parytet siły nabywczej, kurs walutowy, indeksy cen. Na rzecz każdego z tych ujęć można podać pewne argumenty teoretyczne. W przypadku złota najczęściej wskazuje się na jego właściwości fizyczne i rzadkość występowania. Jednak teoretyczna dyskusja nie pomoże rozstrzygnąć sporu o najlepszy sposób mierzenia wartości pieniądza. Poszukując wskaźnika wiodącego dla polityki monetarnej jedynym arbitrem może być empiria, zgodność modelu z rzeczywistością. Trzy poprzednie rozdziały służyły pokazaniu zagadkowej zależności między zmianami sygnalizowanymi przez złoto a wahaniami pozostałych cen a także, pośrednio, stanu koniunktury.

Za podsumowanie poprzednich obserwacji posłużyć może wyjątkowa analiza ostatnich trzech dekad amerykańskiej historii monetarnej autorstwa Juda Wanniskiego<sup>45</sup>:

Wykres 4



Źródło: Supplsideinvestor, styczeń 2002, s. 4 (dzięki uprzejmości Polyeconomics, Inc).

<sup>44</sup> Wanniski „Deflation monster”.

<sup>45</sup> Supplsideinvestor, styczeń 2002 r.

1. W miejsce Williama Chesneya Martina Nixon na szefa FED powołuje Artura Burnsa. (W 1960 r. Burns zasugerował Nixonowi, że ów przegrał z wyborami z Kennedym, ponieważ Martin prowadził zbyt restrykcyjną politykę monetarną. Nixon obawiał się, że ta sytuacja może się powtórzyć). Burns, wykonując to czego oczekiwał prezydent (Nixon przedstawił Kongresowi budżet „pełnego zatrudnienia”) intensywnie zwiększa podaż pieniądza. Ekspansja monetarna wywiera presję na zakotwiczenie dolara w złocie na poziomie 35 dolarów za uncję. Nixon zawieszając wymienialność rozrywa złotą kotwicę rozpoczynając dekadę inflacji na całym świecie. Wartość dolara spada o 75%, co wyraża się 4-krotnym zwiększeniem nominalnej ceny złota. OPEC czterokrotnie podwyższa cenę ropy naftowej powołując się na zaburzenie tradycyjnej relacji dolar/złoto.
2. Burns staje się przeciwnikiem inflacji. Opiera się na Kongresie, który nalega na dalszą dewaluację dolara. Gerald Ford nieznacznie zmniejsza podatki. Ograniczenie podaży i wzrost popytu na pieniądź wzmacniają dolara.
3. Zaraz po zwycięstwie Cartera Burns ponownie luzuje politykę monetarną. Jest to postrzegane jako próba wkupienia się w łaski Cartera w nadziei na ponowne powołanie na stanowisko szefa FED. Carter powołuje jednak nowego szefa FED Williama Millera, który kontynuuje politykę „dostosowania” (tzn. inflacji) i biernego zaniedbania.
4. Prezydentura Cartera jest zniszczona przez inflację Millera. Chociaż Carter nie zdaje sobie sprawy z przyczyn inflacji (obwinia OPEC) w 1979 r. jeszcze raz zmienia szefa FED na Paula Volckera. Volcker zmienia procedury operacyjne adoptując jako cel agregaty pieniężne. Popyt na pieniądź jednak spada, co powoduje, że polityka stabilizacji agregatów pieniężnych oznacza dalszą inflację.
5. Dewaluacja dolara osiąga szczyt w 1980 r., cena złota przebija granicę 850\$. Popyt na dolary zaczyna rosnąć gdy Ronald Reagan, obiecując mocnego dolara i radykalną obniżkę podatków, zdecydowanie wygrywa wybory prezydenckie. Na początku wartość dolara rośnie łagodnie, ale z czasem, gdy cena złota osiąga 400\$ (podwajając swoją wartość z lutego 1980 r.), a potem nawet 350\$ na całym świecie daje się odczuć presja deflacyjna.
6. Gwałtowny i nadmierny wzrost siły dolara powodują ostrą recesję deflacyjną w 1982 r. Gospodarka nie otrzymała wsparcia w postaci obniżek podatków, które miały wejść w życie dopiero w następnym roku (w 1982 r. podatki faktycznie były wyższe niż wcześniej, miała miejsce mała podwyżka, a efektywne opodatkowanie rosło na skutek wpełzania coraz niższych realnych dochodów w wyższe progi). Rynki wschodzące cierpią z powodu silnego dolara, zwłaszcza Meksyk, który grozi zawieszeniem obsługi swojego dolarowego zadłużenia. Volcker doprowadza do zakończenia recesji monetyzując meksykańskie obligacje dolarowe i porzuca monetaryzm.
7. Restrykcyjna polityka Volckera i nadzieje na dalsze obniżki podatków po ponownym wyborze Reagana na prezydenta powodują kolejne wzmocnienie dolara. Na początku 1985 kurs dolara względem obcych walut jest bardzo wysoki, a producenci surowców na całym świecie przeżywają wielkie trudności. Administracja Reagana obawia się powtórzenia sytuacji z 1982 r. Tym niemniej reszta gospodarki rozwija się szybko dzięki dotychczasowym obniżkom podatków i nadziejom na następne. Rozpoczyna się akcja osłabiania dolara, która prowadzi do podpisania porozumienia w Plazie we wrześniu 1985 r. Porozumienie między głównymi bankami centralnymi wprowadza maksymalny pułap („sufit”) dla dolara, którego wartość waha się w granicach 330\$ za uncję.
8. Porozumienie z Luwru, podpisane w lutym 1987 r., zmierza do ustalenia poziomu minimalnego - „podłogi” pod dolarem, którego wartość wówczas spadła do około 400\$ za uncję. Volckerowi nie udaje się przekonać rady gubernatorów FED do zacieśnienia polityki i dolar jeszcze się osłabia. Kadencja Volckera kończy się a Reagan mianuje Greenspana w sierpniu 1987 r. Powszechnie oczekuje się, że Greenspan, podobnie jak Volcker będzie „jastrzębiem” w walce z inflacją. Tego właśnie potrzebuje rynek w sytuacji kiedy porozumienie z Luwru wisi na włosku, a dolar wart jest mniej niż 400\$ za uncję.

„Gołębie” komentarze Greenspana i groźba dewaluacji dolara ze strony sekretarza skarbu Jamesa Bakera powodują krach na giełdzie w październiku 1987 r. Greenspan zmienia się w „jastrzębia” i podejmuje akcję celem wzmocnienia dolara na początku 1988 r. Baker w końcu wycofuje się. George Bush obiecuje „żadnych nowych podatków” i, co jeszcze lepsze, obniżenie podatku od zysków kapitałowych z 28% do 15%. W efekcie dolar umacnia się.

9. Standard złota Greenspana: Greenspan prowadzi politykę monetarną kierując się złotem jako wskaźnikiem. Od 1989 r. do 1996 r. dolar pozostaje w granicach 330 - 400\$ za uncję wyznaczonych przez porozumienia z Plazy i z Luwru. W przesłuchaniu przed Kongresem Greenspan mówi, że złoto jest najlepszym wskaźnikiem inflacji. Wiele wschodzących rynków, ośmielonych stabilnością amerykańskiego pieniądza, wiąże swoje waluty z dolarem, ułatwiając przepływ kapitału i przyspieszając swój rozwój gospodarczy. Od połowy lat 80. do 1996 r. amerykańska gospodarka funkcjonuje sprawnie przy dolarze na poziomie około 350\$ za uncję złota.
10. Nie jest jednak całkiem jasne czy Greenspan dysponuje odpowiednimi narzędziami dla realizacji wyznaczonego celu. Pomimo serii obniżek stóp procentowych i „realnych stóp” bliskich 0%, dolar wzmacnia się w przez cały 1991 i 1992 rok i nie słabnie aż do...
11. Wartość dolara spada w reakcji na podwyżki podatków Clintona.
12. Greenspan zaczyna podnosić stopy procentowe, ale dolar nie odpowiada. Zamiast tego, opada do 385\$ za uncję. Greenspan zdaje się wierzyć, że problem wynika z zawodności „złotego wskaźnika”, a nie z nieskuteczności systemu operowania stopami procentowymi.
13. Wartość dolara zaczyna rosnąć pod koniec 1996 r. w oczekiwaniu na spodziewane w 1997 r. obniżki podatków. Tajlandia odczuwa nacisk na zakotwiczenia bahta w dolarze i pod koniec 1996 r. rozpoczyna interwencje walutowe. Greenspan tnie stopy, ale dolar nie przestaje rosnąć. Kiedy przegłosowano obniżki podatków od zysków kapitałowych dolar kontynuuje swój marsz w górę. Kraje, które związały swoje waluty z dolarem na początku lat 90 nie są w stanie utrzymać swoich systemów currency board. 2 lipca 1997 r. pęka dolarowa kotwica w Tajlandii, a ślad za nią także w Malezji, Indonezji i na Filipinach - dolar wypaść z granic wyznaczonych porozumieniami Plaza-Luwr. Pod koniec 1997 r. dolar osiąga pułap nie widziany od 1985 r. System walutowy Korei upada w listopadzie 1997 r. Kotwice Rosji i Brazylii pękają w 1998 r. Kraje, które utrzymują więź z dolarem - Hong Kong, Chiny i Argentyna przechodzą głęboką recesję deflacyjną obejmującą ostre spadki cen. Spadek cen złota tłumaczy się „wyprzedają banków centralnych”, pomimo że w 1998r. banki centralne nabyły w sumie najwięcej złota od 57 lat. Sprzedaż złota z zapasów banków centralnych w 1999 r. jest mikroskopijna.
14. Producenci surowców cierpią z powodu kombinacji deflacji dolara i spadku popytu. Wschodzące rynki pogrążone są w chaosie. Amerykańska gospodarka idzie jednak ostro do przodu dzięki obniżkom podatków 1997 i kolejnym cięciom podatków na szczeblu stanowym. Kapitał inwestycyjny zasila sektor nowych technologii.
15. Greenspan podnosi stopy procentowe, a później je obniża. Żadna z tych operacji nie wywiera wpływu na wartość dolara. W końcu amerykańska gospodarka zaczyna odczuwać ciężenie deflacji.

#### 4.1. Z czego wynikają właściwości monetarne złota?

Złoto wykazuje zaskakujące właściwości prognostyczne. Pora zmierzyć się z pytaniem: dlaczego w polityce monetarnej ważne jest właśnie złoto?

Tradycyjnie w tym kontekście wymienia się właściwości fizyczne złota - topliwość, podzielność, łatwość w odróżnianiu od innych substancji, niepodatność na utlenianie i rzadkość

występowania. Te czynniki pozwalają zrozumieć dlaczego metale szlachetne złoto i srebro w toku ewolucji zostały wybrane na pieniądź. W erze pieniądza papierowego te właściwości tracą na znaczeniu.

Może to brzmieć paradoksalnie, ale wyjątkowe monetarne właściwości złota wynikają z faktu, że jest go tak dużo. Greenspan pytany przed Kongresem z czego wynika znaczenia złota odpowiedział, że ma ono najwyższy stosunek zapasu do obrotu (*stock/flow ratio*).

Weźmy nominalną cenę dowolnego dobra A. Jego cena rośnie jeśli 1) popyt na A rośnie 2) podaż A spada 3) rośnie podaż pieniądza 4) spada popyt na pieniądź. W przypadku złota pierwsze dwa czynniki są zaniedbywalne. Złoto jest najstabilniejszym z ekonomicznych dóbr, ponieważ jego zgromadzony zapas jest największy w stosunku do produkcji. Na świecie jest około 130 000 ton złota (zasób wydobyty w ciągu całej historii) przy rocznej produkcji i konsumpcji sięgającej 2500 ton. Gdyby dziś zaprzestać wydobycia, wystarczyłoby go na 50 lat. Zgromadzony zasób działa jako stabilizator. Wyobraźmy sobie że w pewnej chwili popyt na złoto gwałtownie rośnie. Ogromne wahanie popytu nie zmienia ceny złota ponieważ istnieje zapas gotowy na zaspokojenie tego dodatkowego popytu. Takiej właściwości nie posiada w stopniu choćby porównywalnym żadne inne dobro.

Z powyższych względów podażowcy traktują złoto jako najbardziej wiarygodny punkt odniesienia w ekonomii. Obserwując zmiany nominalnej ceny złota interpretują ją najczęściej jako sygnał zmiany wartości waluty, nie złota.

CPI posiada tą zasadniczą wadę, że przewodzi również sygnały niemonetarne. W literaturze wspomina się często o tzw. inflacji wzrostu. W dynamicznie rozwijającej się gospodarce ceny mają tendencję do wzrostu, jako że drożeje siła robocza, co nie w każdym wypadku jest równoważone wzrostem produktywności. Powyższe zastrzeżenie odnosi się zwłaszcza do cen konsumpcyjnych, cen płaconych przez ostatecznego nabywcę.

Za przykład można tu podać Irlandię. Najszybciej rozwijający się kraju strefy euro nieprzypadkowo notuje również najwyższe wzrosty indeksu cen. Nie oznacza to jednak, że inflacja jako zjawisko monetarne, w Irlandii jest wyższa niż np. w Niemczech. Jest to wykluczone na mocy faktu używania w obu krajach jednego pieniądza.

## 4.2. Pieniądź jako jednostka miary

Argumentacja podażowców na rzecz roli złota w polityce monetarnej jest nieodłączna od analizy funkcji jakie pełni pieniądź. Tradycyjnie w literaturze wyróżnia się trzy podstawowe funkcje pieniądza: środka wymiany, jednostki miary i środka przechowywania bogactwa.

Współcześnie pieniądź traci na znaczeniu jako środek przechowywania bogactwa. Bogactwa nie przechowuje się w pieniądzu, ponieważ nie przynosi on odsetek. Współczesne rynki finansowe oferują bardzo wiele możliwości przechowywania bogactwa, które, nawet w najkrótszym terminie, przynoszą dochód w postaci odsetek.

Stwierdzenie, że pieniądź jest środkiem wymiany nie budzi żadnych wątpliwości, ale też niewiele wyjaśnia. Nie pozwala wywnioskować jakie cechy ów musi posiadać, aby dobrze spełniać funkcję środka wymiany, słowem, aby być dobrym pieniądzem.

W tym znaczeniu dużo istotniejsza znaczenie ma stwierdzenie, że pieniądź jest środkiem wymiany. Śledząc, wzorem Misesa, ewolucję od gospodarki barterowej do gospodarki opartej na wymianie pośredniej można wywnioskować jakie charakterystyki musi posiadać dobro, aby mogło stać się pieniądzem.

Co zatem zostanie w toku ewolucji wybrane na pieniądź? Na rynku wartość dóbr cały czas się waha jako wynik gry sił popytu i podaży. Jeśli jakieś cena jakiegoś dobra w ogólnym poczuciu ma podrożeć, to chęć nabycia go przez tych, którzy go nie mają będzie odwrotnie proporcjonalna do chęci zbycia przez tych, którzy są w jego posiadaniu. Takie dobro nie może być więc pieniądzem. Zupełnie

analogiczna jest sytuacja kiedy wartość jakiegoś dobra ma spaść. Biorąc pod uwagę istnienie mechanizmu równoważącego (gra sił popytu i podaży) wiadomo, że w długim okresie ceny dóbr raz spadają raz rosną. Fakt, że jakieś dobro jest uniwersalnie przyjmowane jako środek wymiany jest najlepszym dowodem na to, że jego wartość jest stabilna. A skoro tak, to może ono służyć jako miernik wartości.

W ten sposób można uzasadnić, że coś służy jako środek wymiany, o ile jest miernikiem wartości. Jeśli coś jest powszechnie akceptowanym dobrem (pieniądem) to znaczy, że służy jako miernik wartości. Te dwie funkcje są nierozdzielalne. Współczesna gospodarka opiera się na podziale pracy i specjalizacji ponieważ istnieje wspólny mianownik, który pozwala wyznaczać stosunek wymiany dowolnych dwóch dóbr (terms of trade).

### 4.3. Optymalna polityka monetarna w doktrynie szkoły podaży

Podażowcy są zwolennikami standardu złota. Za standard złota uważają oni każdy system monetarny w którym wartość pieniądza zdefiniowana jest w złocie. Mówiąc o konieczności wprowadzenia standardu złota podażowcy stwierdzają jedynie, że należy związać pieniądź ze złotem. Istnieje jednakowoż wiele sposobów, aby ten cel osiągnąć. Dla przykładu można tu wymienić choćby XIX-wieczny standard złota, system z Bretton Woods czy model 100% pokrycia jakiego domagają się austriacy. W jaki sposób zapewnić najefektywniejsze powiązanie między złotem a pieniądzem - to zagadnienie pozostaje nadal przedmiotem dyskusji.

W czasach klasycznego standardu złota, wartość waluty była wyznaczona jako pewna wielkość wyrażona w złocie np. dolar równał się 1/20 uncji złota. Posiadacz banknotu mógł w każdej chwili zażądać w banku wydania kruszcu. Ta klauzula stanowiła zabezpieczenie przed nadmierną emisją pieniądza papierowego. Jeśli banknotów wyemitowano ponad zapotrzebowanie ze strony rynku, marginalny posiadacz papierowego pieniądza wymieniał go na nienarażony na inflację kruszec. Zatem wypływ złota ze skarbcza był dla emitenta sygnałem, że należy zredukować podaż pieniądza papierowego. Władze monetarne nie musiały odgadywać jakiej ilości pieniądza gospodarka potrzebuje. Wystarczało aby jego wartość była zachowana na ustalonym poziomie - ilość dostosowywała się automatycznie. Podażowcy twierdzą, że na podstawie tej samej idei może funkcjonować polityka monetarna we współczesnej gospodarce.

Współczesny standard złota musi brać pod uwagę realia dzisiejszej gospodarki. Jude Wanniski proponuje model który jest łatwy do zaadaptowania przy obecnej strukturze operacyjnej FED. System Rezerwy Federalnej miałby ustalić docelową cenę złota i za pomocą operacji otwartego rynku utrzymywać ją stale na tym poziomie. Jeśli nominalna cena złota wykazuje tendencje do wzrostu, sygnalizując presję inflacyjną, FED miałby zredukować ilość pieniądza sprzedając obligacje na otwartym rynku. Analogicznie, jeśli rynek sygnalizowałby wzrastający popyt na pieniądź (spadek ceny złota) FED miałby być obowiązany do dostarczenia dodatkowej jego porcji przez operację zakupów na otwartym rynku.

System taki, wedle podażowców, gwarantowałby stałą wartość pieniądza. W ten sposób znikłoby ryzyko inflacji i deflacji, alokacja zasobów mogłaby przebiegać z pominięciem ryzyka monetarnego zwiększając w ten sposób efektywność systemu gospodarczego. Oczywistym skutkiem stabilności monetarnej byłaby również stabilność cen.

Propozycja Wanniskiego pokazuje wyraźnie, że nie jest istotna ilość złota jaką posiada bank centralny. Fakt, że podaż złota i stopa wzrostu światowej gospodarki nie są równe również nie stoi na przeszkodzie, aby wartość pieniądza ustalona była w złocie. Złoto nie ma bowiem służyć jako pokrycie dla każdego wyemitowanego banknotu. Istotna jest rynkowa cena złota, którą bank centralny powinien uczynić najważniejszą przesłanką w ocenie sytuacji monetarnej. Nie ma przy tym potrzeby, żeby bank centralny zobowiązywał się to konwersji banknotów i w tym celu gromadził ogromne rezerwy złota. W XIX Bank Anglii, do utrzymywania stałą wartość funta za pomocą regulacji jego ilości, choć nie posiadał wielkich zapasów złota. Można powiedzieć, że powyżej opisany mechanizm jest podobny do instytucji currency board, z tym że punktem referencyjnym nie jest obca waluta, ale złoto.

#### 4.4. Rozróżnienie pieniądza i kredytu

Drugie naczelne ustalenie szkoły podaźowej w teorii monetarnej obejmuje staranne rozróżnienie kredytu i pieniądza. W modelu monetarystycznym to rozróżnienie nie jest ostre. Gotówka, wkłady w banku, kredyty, a nawet niektóre aktywa finansowe uważane są za pieniądź, choć o różnych stopniach płynności. Wedle podaźowców natura pieniądza jest zupełnie różna od natury kredytu. Pieniądź jest jednostką miary. Jego cena wyraża się w ilości dóbr, jakie można zań nabyć czyli w sile nabywczej. Kredyt zaś jest pożyczką owej siły nabywczej na określony okres czasu i za określoną cenę, którą najczęściej wyraża się oprocentowaniem w stosunku rocznym.

W definicji podaźowców pieniądź jest nieoprocentowanym długiem skarbu państwa. Bank centralny ma władzę zmniejszać i zwiększać podaź pieniądza w gospodarce za pomocą operacji otwartego rynku. Jeśli bank centralny skupuje rządowe obligacje, podaź pieniądza rośnie. Możliwy jest też proces odwrotny. Sprzedając obligacje na otwartym rynku bank centralny zmniejsza ilość dostępnego w gospodarce pieniądza.

Inaczej mówiąc, bank centralny decyduje, jaka część długu państwowego pozostaje w formie nieoprocentowanej. Gospodarka zgłasza popyt na nieoprocentowany dług w celach transakcyjnych, ponieważ jest on legalnym środkiem płatniczym.

Pieniądź zatem to będąca w obiegu gotówka oraz nieoprocentowane wkłady banków komercyjnych na rachunku w banku centralnym. Widać z tego łatwo, że jedyny sposób na zwiększenia podaży pieniądza polega na spieniężeniu długu państwowego (monetization of sovereign debt). W akcie sprzedaży na otwartym rynku bank centralny wymienia dług oprocentowany (obligacje) na dług nie przynoszący odsetek (pieniądź). Można tak powiedzieć, ponieważ odsetki od spieniężonego długu trafiają z powrotem do budżetu jako wpłata z zysku banku centralnego.

W gospodarce duża ilość transakcji zachodzi bez użycia pieniądza gotówkowego. To, że dzięki kreacji kredytu zachodzi transakcja nie oznacza jednak, że powstał nowy pieniądź. Kredyt jest czasowym użyczeniem siły nabywczej. Należałoby więc raczej powiedzieć, że kredyt pozwala efektywniej wykorzystać obecny w gospodarce zasób pieniądza.

Można to zobaczyć na prostym przykładzie. Przypuśćmy, że A udziela pożyczki B. Pieniądź, który był w dyspozycji A, znajduje się teraz, za ustaloną w umowie cenę, w dyspozycji B. Jeśli taka sama pożyczka dojdzie do skutku za pośrednictwem banku (A tworzy lokatę w banku, bank udziela pożyczki B) statystyki banku centralnego wykażą wzrost wielkości agregatów pieniężnych. Widać łatwo, że w obu sytuacjach warunki monetarne są takie same. Udzielenie pożyczki, ani w pierwszym, ani w drugim przypadku nie zwiększa ilości pieniądza.

Ustalenie aparatu pojęciowego jest zawsze kwestią wyboru. W razie sporu nie można podać innego argumentu niż ten, że jeden oddaje rzeczywistość wierniej niż inny. Badając historię gospodarczą podaźowcy dochodzą do wniosku, że ujęcie monetarystyczne nie jest wystarczająco precyzyjne. Nie da się dostrzec żadnych istotnych korelacji między agregatami pieniężnymi a stopą inflacji. Najprawdopodobniej wynika z to faktu, że teoria ilościowa zakłada popyt na pieniądź jako funkcję wielkości gospodarki. Drugi istotny filar tej koncepcji stanowi, że prędkość obiegu pieniądza jest stała. Oba te założenia w świetle historii gospodarczej są nie do utrzymania.

Bank centralny dysponuje instrumentami pozwalającymi wpływać i na cenę kredytu i na cenę pieniądza. Podaźowcy uważają, że nie ma żadnego powodu, aby bank centralny wpływał na cenę kredytu, ponieważ nie istnieje bezpośredni związek między ceną pieniądza a ceną kredytu. System monetarny działa optymalnie jeśli bank centralny zapewnia stałą wartość pieniądza pozostawiając rynkom finansowym zadanie wyznaczenia ceny kredytu.

## 4.5. Szczegółowa analiza fenomenu inflacji i deflacji

Analiza zjawiska inflacji i deflacji wynika z powyższych ustaleń co do roli i natury pieniądza. Podażowcom najbliższa jest definicja, którą przedstawił Robert Mundell. Wedle kanadyjskiego ekonomisty inflacja to obniżenie się standardu monetarnego<sup>46</sup>. Dokładnie tak samo brzmi definicja deflacji. Wzrost i odpowiednio spadek cen są objawem zaburzenia monetarnego.

Ta definicja posiada jedną bardzo ważną zaletę w porównaniu z alternatywnymi ujęciami. Rozróżnia istotę inflacji od jej objawów. Nie przesądza też niczego o najlepszym wskaźniku inflacji. Robert Mundell uważa, że złoto najczęściej jest dobrym wskaźnikiem, choć wskazuje też na przypadki kiedy było inaczej. Wskazanie na złoto jest tylko i wyłącznie wynikiem obserwacji rzeczywistości. Mundell stwierdza, że we wszystkich cywilizacjach w toku długiego procesu ewolucji złoto zostało przez rynek wybrane jako pieniądz. Nie oznacza to, że jest wskaźnikiem idealnym. Ale fakt, że kierując się tym wskaźnikiem przewidział zdarzenia, których nie dało się wywnioskować z powszechnie przyjętego CPI najlepiej świadczy o tym, że złoto jest czulsze na inflację niż indeks cen.

### 4.5.1. Krytyka pojęcia „poziom cen”

W analizie monetarnej dużą rolę odgrywa pojęcie poziomu cen. Zwolennicy standardu złota uważają, tego sformułowania należy raczej unikać. W tym punkcie podażowcy zgadzają się w zupełności z argumentacją Misesa, który uważa, że pojęcie poziomu cen jest zwodnicze<sup>47</sup>. Sugeruje ono bowiem że dostosowanie do zmiany ilości pieniądza następuje równomiernie. Mises twierdzi, że zmiany ilości pieniądza nigdy nie mogą zmienić wszystkich cen tak samo szybko w tym samym stopniu. Tą tezę uzasadnia przeprowadzając *gedanken experiment*<sup>48</sup>.

Weźmy dwie identyczne gospodarki, zupełnie od siebie niezależne, które różnią się jedynie tym, że podaż pieniądza w pierwszej jest dwa razy większa niż w drugiej. Zatem każda cena, zasób gotówki i stan konta każdej osoby z pierwszej równe jest dwa razy większy niż odpowiednia wielkość w drugiej. Mises pyta czy można bez zaburzenia cen względnych gospodarkę A przeprowadzić do stanu w jakim znajduje się B. Odpowiedź jest oczywiście przecząca. Mises mówi, że to wymagałoby cudu – wszystkie ceny obciąć o połowę.

Mises opisuje dokładniej proces inflacyjny: „załóżmy, że rząd emituje dodatkową ilość pieniądza. Bez względu na to, czy wyda je samodzielnie, czy da je komuś do wydania na rynku pojawia się dodatkowy popyt na dobra i usługi. Ceny tych dóbr rosną. Gdyby rząd powiększył swoje wydatki dzięki pieniądзом pozyskanym z podatków, podatnicy muszą ograniczyć swoje zakupy. W takim wypadku ceny dóbr, które nabywa rząd rosną, a tych, które nabyliby podatnicy spadają. Ale ten spadek nie następuje, jeśli rząd powiększa zasób pieniądza będący w jego dyspozycji bez redukcji ilości pieniędzy będącej w posiadaniu innych. Ceny dóbr, które nabywa rząd rosną podczas gdy inne pozostają niezmiennie przez jakiś czas. Ale proces postępuje. Ci którzy sprzedali rządowi dobra w tej chwili mają więcej pieniędzy i mogą kupić więcej niż zwykle. Wtedy rosną ceny dóbr które oni nabywają. Boom rozszerza się aż do czasu gdy wszystkie ceny i płace dostosują się”.

Żaden monetarysta nie będzie przeczył, że tak właśnie rozchodzi się impuls inflacyjny. Uzna jednak ten myślowy eksperyment za chybiony – zakłada on bowiem coś niemożliwego. W rzeczywistości gospodarka jest dynamiczna, zmieniają się ceny względne i zmieniają się ceny nominalne, jedne rosną inne spadają. Nie ma w tym nic niezwykłego. Tu leży kość niezgody pomiędzy monetarystami a zwolennikami złota. Analiza monetarystyczna zakłada, że ceny podnoszą się mniej więcej równo, a nawet jeśli nie całkiem jednostajnie, to nie można nic szczególnego powiedzieć o procesie inflacyjnym. Nie ma schematu zmian cen.

<sup>46</sup> Wanniski J. „Gold Polaris”, [www.wanniski.com/searchbase/gp1.htm](http://www.wanniski.com/searchbase/gp1.htm)

<sup>47</sup> Mises L. „Human Action” 1966, s. 398 i następane.

<sup>48</sup> Ibidem, s. 417.



Przeprowadzone w drugim i trzecim rozdziale studia wskazują na coś zupełnie przeciwnego. Na skutek inflacji i deflacji przejściowo zmieniają się cen względne dóbr. W gospodarce rynkowej ceny służą przede wszystkim optymalnej alokacji zasobów. Jeśli cena A wzrasta to zmniejsza się nań popyt i rośnie jego podaż. Wynikłe z zaburzeń monetarnych zmiany cen względnych wysyłają fałszywe sygnały i utrudniają optymalną alokację kapitału i pracy. Gospodarka jako całość traci na efektywności.

#### 4.5.2. Symetria inflacji i deflacji

W poprzednich rozdziałach zostały przedstawione charakterystyki proces inflacyjnego i deflacyjnego. Zestawię najważniejsze spostrzeżenia tam poczynione, by wydobyć symetrię obu zjawisk.

Inflacja jest wynikiem nadmiernej podaży pieniądza, deflacja występuje kiedy bank centralny nie zaspokoi popyt na pieniądź jaki zgłasza rynek. Zaistnienie zaburzenia standardu monetarnego wnioskuje się ze zmiany nominalnej ceny złota, dobra najbardziej monetarnego. Za złotem w pierwszym rzędzie podążają ceny surowców i żywności. W spiralnym procesie do nowej wartości pieniądza dostosowaniu ulegają wszystkie ceny; dóbr, usług, aktywów finansowych, nieruchomości i pracy aż do osiągnięcia pełnej równowagi.

W czasie inflacji prędkość obiegu pieniądza rośnie, bo posiadacze pieniądza szybciej pozbywają się tracącej na wartości waluty. Inflacja staje się procesem samonapędzającym, bo spadek wartości pieniądza dodatkowo osłabia popyt na pieniądź. W czasie deflacji występuje proces odwrotny. Prędkość obiegu pieniądza spada. Przyczynia się to do pogłębienia problemu w wyniku dodatkowego wzrostu popytu na drożący tym razem pieniądź.

#### 4.5.3. Skutki zmiany wartości pieniądza

Ekonomia podaży z niechęcią odnosi się do modeli traktujących inflację jako instrument polityki gospodarczej np. jako dopuszczalny w pewnych okolicznościach sposób pobudzenia gospodarki. Takie manipulacje prowadzą się zawsze do faworyzowania jednej grupy kosztem drugiej. Proces ten odbywa się zawsze kosztem spadku efektywności gospodarki jako całości.

Rzeczywiście dodatkowa porcja pieniądza może skutkować wzrostem PKB. Nie jest to jednak powód do radości. Celem polityki gospodarczej nie jest wzrost PKB, ale dobrobytu. Te dwa cele w wypadku inflacyjnej gorączki stoją ze sobą w oczywistej sprzeczności. Ludzie wydają szybko tracące na wartości pieniądze, niekoniecznie dlatego, iżby uznawali to za optymalny sposób zaspokojenia swoich potrzeb, ale dlatego, że lepiej mieć cokolwiek niż bezwartościowe papierki. Niestety statystyka PKB nie jest w stanie odnotować faktu, że nabyto dobra nienajbardziej nieodzowne.

Zaburzenia w alokacji pracy i kapitału na skutek nierównomiernego dostosowania nie są jednak najpoważniejszym skutkiem inflacji. Zakładając kontrfaktycznie, że ceny rosną równomiernie, jak zdaje się sugerować powszechnie używane pojęcie „poziomu cen”, zmiana wartości waluty miałaby bardzo poważne skutki. Są one tym poważniejsze, im w dojrzała gospodarka, im większa ilość zawartych kontraktów terminowych. Pojęciem tym określam pożyczki, kredyty, umowy bez względu na formę prawną, gdzie wejście w posiadanie dobra następuje wcześniej niż zapłata umówionej z góry kwoty, a także wszelkie kontrakty oparte na ustalonej na przyszłość cenie np. zobowiązanie do dostarczania określonego dobra po określonej i stałej cenie w przeciągu jakiegoś czasu.

Na skutek spadku wartości pieniądza te kontrakty, bez zgody stron, zmieniają warunki na korzyść dłużników, którzy spłacają swoje zobowiązania „tańszym” pieniądzem, pieniądzem, za który może nabyć mniej realnych dóbr. Wierzyciele nie mogą zrobić nic innego niż przyjąć kwotę, która, w wyniku inflacji, odpowiada ułamkowi dóbr, które spodziewali się otrzymać podejmując ryzyko pożyczania komuś pieniędzy. Dłużnicy zyskują kosztem wierzycieli i proces ten odbywa się w majestacie prawa.

To pozwala zrozumieć dlaczego rządy, często dłużnicy swoich obywateli, uciekają się do dewaluacji pieniądza. Inflacja nie polega tylko na tym, że w jej wyniku rządy dysponują dodatkową siłą nabywczą bez podnoszenia podatków. Przy zmniejszeniu wartości pieniądza redukcji ulega rozmiar realnego zadłużenia, ale nie dotyczy to tylko długów państwowych. Metaforycznie

mówiąc, niedotrzymanie przyrzeczenia zapłaty przez państwo służy wszystkim pozostałym dłużnikom jako ekskuza do niedotrzymania swoich własnych zobowiązań.

W żaden sposób nie można usprawiedliwić polityki deprecjacji pieniądza. Podażowcy traktują pieniądź jako istotną formę więzi społecznej i politycznej. Zmiany wartości pieniądza mają nie tylko skutki gospodarcze. Odbijają się na wszystkich sferach życia. Inflacja i deflacja podważają zaufanie obywateli do państwa i prawa. Podażowcy uważają za rzecz nieprzypadkową, że lata 70. w historii politycznej świata były w wielu krajach okresem nasilenia się ekstremizmów czy nawet terroryzmu politycznego.

Najlepszy sposób zapobieżenia inflacji polega na zabezpieczeniu wartości pieniądza w złocie. Inne środki okazały się mniej skuteczne. Wanniski krótko podsumowuje zależność pomiędzy złotem a inflacją: „Inflacja występuje gdy dolar lub jakakolwiek inna waluta traci wartość względem złota. Deflacja występuje gdy waluta zyskuje wartość względem złota. W Szwajcarii w 1974 r. kiedy bank centralny utrzymywał stałą wartość szwajcarskiego franka względem złota, podaż pieniądza wzrastała w tempie 30% na rok, a szwajcarscy przedsiębiorcy narzekali, że nie mogą nic wyeksportować. Innymi słowy, produkcja spadała i podaż pieniądza dramatycznie rosła, a inflacja była tak niska ze stopy procentowe były zaniechwalnie niskie we frankach i ujemne dla depozytów dolarowych. Tutaj (w USA-przyp. K.N) w 1980 r. cena złota bila coraz to nowe rekordy, podobnie stopy procentowe, a jednak podaż pieniądza, do jakiej, zgodnie z zaleceniami monetarystów, zmierzał FED nie wykazywała żadnego wzrostu. W czasie stabilizacji dolara, która na serio zaczęła się na początku 1986 r. ze złotem na poziomie 350\$, podaż pieniądza bardzo szybko rosła, produkcja była umiarkowana, a inflacja spadała. Za każdym razem monetarzyści podają jakieś wytłumaczenia dlaczego korelacje się nie zgadzają. Ci, którzy przyjmują złoto za monetarną stałą, za jednostkę miary, zawsze zobaczą monetarne inflacje i deflacje następujące po zmianach cen złota z opóźnieniami wahającymi się w zależności od okresu zapadalności długów w danej gospodarce”<sup>49</sup>.

#### 4.6. Standard złota w ekonomii podaży i szkole austriackiej

Na podstawie hipotezy „nie ilość, ale wartość” podażowcy krytykują zwolenników 100% standardu złota w skupionych w szkole austriackiej.

Austriacy twierdzą, że złoto jest pieniądzem. Jest go zawsze wystarczająca ilość. Nie liczy się bowiem ilość złota a jego siła nabywcza. Gdyby nagle zredukować ilość złota o połowę to w niczym nie przeszkadzałoby dalej funkcjonować złotu jako pieniądź. Po prostu jego siła nabywcza musiałaby wzrosnąć dwukrotnie.

Polityka pieniężna leży u podstaw teorii cyklu koniunkturalnego szkoły austriackiej. W przypadku emisji pieniądza papierowego ponad posiadane w złocie rezerwy następuje inflacyjny boom. Jeśli nie zostanie dostarczony kolejny impuls pieniężny gospodarka musi odreagować recesją.

Rzeczywiście, dane historyczne pokazują, że koniunktura gospodarcza jest skorelowana z ilością pieniądza w gospodarce. Austriacy interpretują te obserwacje jako potwierdzenia swoich teorii - najpierw napędzany niepokrytym w złocie pieniądzem boom, potem, kiedy bank centralny odmawia kolejnej dawki pustego pieniądza gospodarka pogrąża się w recesji.

Ale na niekorzyść austriaków przemawia wiele faktów. Po pierwsze, system 100% pokrycia pieniądza papierowego złotem nigdy w praktyce nie istniał. W XIX wieku, który był szczytowym okresem popularności standardu złota, banki były zobligowane do wymiany banknotów na złoto na każde żądanie, co nie oznacza jednak że trzymały w skarbcach 100% rezerw. Ten system był wystarczający dla zapewnienia odpowiedniej płynności gospodarce jednocześnie nie narażając jej na ryzyko inflacji.

<sup>49</sup> Wanniski J. „Gold as a constant”, [www.polyconomics.com/searchbase/sumles9.html](http://www.polyconomics.com/searchbase/sumles9.html)

Po drugie, propozycja austriaków jest w istocie wariantem teorii ilościowej. Austriacy są zainteresowani pierwotnie ilością pieniądza. Jego wartość jest rzeczą wtórną. Austriacy nie widzą nic złego w sytuacji, kiedy, na skutek niedopasowania popytu i podaży pieniądza, siła nabywcza (wartość) waluty musi się zmienić. Argumentują oni, że wszystkie takie zmiany zachodzą powoli ponieważ, podobnie jak monetaryści, uważają popyt na pieniądź za stabilny (zależny zasadniczo od wielkości gospodarki).

Po trzecie wreszcie ich teoria jest trudna do przyjęcia jako wyjaśnienie naukowe, ponieważ tłumaczy ona za wiele. Można powiedzieć, że jest nefalsykwalna. Pojęcia nefalsyfikowalności do teorii nauki wprowadził Karol Popper. Wedle tego filozofa nauka nie może zajmować się stwierdzeniami, którym rzeczywistość nie może zaprzeczyć. To zastrzeżenie ma zastosowanie do teorii monetarnej rothbardian.

Każdemu przyspieszeniu gospodarczemu naturalnie towarzyszy zwiększenie ilości pieniądza. Z tego drugiego faktu austriacy wnioskuje, że prędzej czy później nastąpi bust, czyli załamanie gospodarcze. W recesji rzeczywiście ilość pieniądza się zmniejszy lub będzie rosta wolniej, co austriacy traktują jako potwierdzenie swoich teorii. Ale doprawdy trudno sobie wyobrazić, żeby wydarzenia mogły mieć inny obrót - gospodarka rozwija się cyklicznie i po okresie rozwoju następuje faza stagnacji. Problem polega na tym, żeby przewidzieć pod wpływem jakich czynników i kiedy to nastąpi. W tym zadaniu monetarna teoria szkoły austriackiej bardzo pomocna nie jest, a spadkobiercy Rothbarda nie przedstawiają studiów historycznych, które najlepiej mogłyby świadczyć na rzecz słuszności ich teorii.

## 5

## Zakończenie

Profesor Mundell w jednym ze swoich wykładów stawia pytanie – czy w XXI w. może nastąpić powrót do złota<sup>50</sup>. Dzisiaj może wydawać się, że to pytanie jest zupełnie oderwane od rzeczywistości. Żyjemy w świecie pieniądza sterowanego (fiat money) i płynnych kursów walutowych. W tej chwili niewiele wskazuje żeby miało to ulec zmianie w przyszłości. Temat reformy poważnej reformy pieniądza w głównym nurcie ekonomii właściwie nie istnieje. Badania nad alternatywnymi systemami monetarnymi prowadzone są gdzieś na marginesie ekonomii i nie wzbudzają większego zainteresowania ani akademików ani dziennikarzy.

Z drugiej jednak strony istnieje rzeczywistość gospodarcza, która stawia własne problemy i domaga się na nie odpowiedzi. Ostatnie lata były świadkiem gwałtownych wahań kursów wymiany między najważniejszymi walutami świata, szczególnie dolarem i euro. W rezultacie, wiele ze starannie przemyślanych inwestycji obracało się w wniwecz niemalże z miesiąca na miesiąc, a niespodziewane zyski notowali, ci którzy mieli szczęście znaleźć się po właściwej stronie kursowej huśtawki. Wydarzenia te przykuwały uwagę komentatorów na najważniejszych forach publicznych, lecz nie zaowocowały głębszą refleksją ani tym mniej propozycjami rozwiązań.

Podażowcy z profesorem Mundellem na czele twierdzą, że wahania kursu walut nie rozwiązują żadnego problemu i nikomu nie przynoszą korzyści. Stanowią dodatkowe utrudnienie i niczym nie uzasadniony koszt transakcyjny dla wszystkich zainteresowanych stron. Zatem zredukowanie barier wynikających ze zmienności kursów ogromnie ułatwiłoby wymianę międzynarodową i integrację ekonomiczną państw promując rozwój gospodarczy na całym świecie.

Jeśli korzyści z integracji monetarnej są rzeczywiście tak wielkie i powszechne to temat ustanowienia międzynarodowego systemu monetarnego będzie powracał siłą słusznego interesów ogromnej liczby ludzi. Związanie walut nie jest możliwe bez międzynarodowej koordynacji polityki monetarnej. Funkcjonowanie najważniejszego dziś porozumienia monetarnego, Paktu Stabilizacyjnego, pozwala przewidywać, że zasady ograniczenia poziomu deficytu i długu publicznego zbyt głęboko ingerują w suwerenność budżetową i fiskalną państw, by mogły okazać się trwałym i skutecznym rozwiązaniem. Dla utrzymania stabilności monetarnej między blokiem dolara, euro i jena zapewne potrzeba będzie innych sposobów koordynacji, mniej krępujących politykę gospodarczą państw, a przekładających się bardziej bezpośrednio na sferę monetarną. Ta okoliczność pozwala żywić nadzieję, że argumenty zwolenników standardu złota doczekają się krytycznej uwagi ze strony innych ekonomistów. Wtedy zaś okazać się może, że ani pytanie profesora Mundella nie jest banalne ani kwestia złota w polityce pieniężnej definitywnie zamknięta.

<sup>50</sup> Mundell R. „The International Monetary System in the 21st Century: Could Gold Make A Comeback?”  
<http://www.columbia.edu/~ram15/LBE.htm>

## 6

## Bibliografia

## Książki i artykuły

1. Aftalion F., Poncet P. „*Le monétarisme*” 1981
2. Bassoni M., Beitone A. „*Monnaie, théories et politiques*” 1997
3. Blinder A. „*Economic policy and the great stagflation*” 1979
4. Bloomfield A. „*Monetary Policy under International Gold Standard*” 1959
5. Bordo M., Eichengreen B. „*A Retrospective on the Bretton Woods System*” 1993
6. Burda M., Wyplosz C. „*Macroeconomics*” 1997
7. Crozet Y. „*Inflation ou déflation? Actualité d'un dilemme*” 1994
8. Dibooglu S. „*Inflation under the Bretton Woods: the Spillover Effects of U.S. Expansionary Policies*”
9. Domańska E. „*Wokół interwencji państwa w gospodarkę: Keynes, Friedman, Laffer, Kennedy, Reagan i inni*” 1992
10. Eichengreen B. „*Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression*” 1992
11. Evans R., Novak R. „*The Reagan Revolution*” 1981
12. Friedman M. „*Intrygujący pieniądz*” 1994
13. Friedman M. „*Wolny wybór*” 1996
14. Friedman M., Schwartz A. „*Monetary history of United States 1867-1960*” 1963
15. Funabashi Y. „*Managing the Dollar: From the Plaza to Louvre*” 1988
16. „*Gold is money*” pod redakcją Hansa Sennholza 1975
17. Golde K. „*Wyzwanie dolarowe. Czy Europa zachodnia może być niezależna?*” 1970
18. Greider W. „*Secrets of the Temple: How the Federal Reserve Runs the Country*” 1989
19. Guyot Y. „*Les problèmes de la déflation*” 1923
20. Hayek F. „*Indywidualizm i porządek ekonomiczny*” 1998
21. „*Inflation under capitalism today*” pod redakcją S. Nikitina 1984
22. Jossa B., Musella M. „*Inflation, Unemployment and Money. Interpretations of the Phillips Curve*” 1998
23. Kamerschen D., McKenzie R., Nardinelli C. „*Ekonomia*” 1991
24. Mankiw G. „*Principles of Economy*” 2000
25. Meyers M. „*A Financial History Of The Unites States*” 1970
26. Mises L. „*Human Action. A Treatise On Economy*” 1966

27. Mises, L. „*Theory of Money and Credit*” 1912
28. Mundell R. „*Currency Areas, Volatility and Intervention*” Wall Street Journal, 3 marzec 2000
29. Mundell R. „*International Economics*” 1968
30. Mundell R. „*Monetary Theory*” 1971
31. Mundell R. „*A Reconsideration of the Twentieth Century*”  
[www.columbia.edu/~ram15/nobelLecture.html](http://www.columbia.edu/~ram15/nobelLecture.html)
32. Mundell R. „*The European Monetary System 50 Years after Bretton Woods: A Comparison Between Two Systems*” [www.columbia.edu/~ram15/ABrettwds.htm](http://www.columbia.edu/~ram15/ABrettwds.htm)
33. Mundell R. „*The dollar and the policy mix: 1971*” 1971
34. „*Najnowsza historia świata*” pod redakcją Artura Patka t.II i t.III, 2000
35. Oyrzanowski B. „*Historia doktryn ekonomicznych w zarysie*” 1993
36. Ricardo D. „*Zasady ekonomii politycznej i opodatkowania*” 1957
37. Rothbard M. „*America’s Greatest Depression*” 2000
38. Rueff J. „*La peché monétaire de l’Occident*” 1971
39. Rueff J. „*La réforme du syst\_me monétaire international*” 1973
40. Samuelson P., Nordhaus R. „*Ekonomia*” 1999
41. Servan-Schreiber J. „*The American Challenge*” 1968
42. Sloman J. „*Economics*” 1991
43. Sloman J. „*Podstawy ekonomii*” 2001
44. Sławiński A., Osiński J. „*Operacje otwartego rynku banku centralnego*” 1995
45. Smith A. „*Badania nad przyczynami i naturą bogactwa narodów*” 1954
46. Snowdon B., Vane H., Wynarczyk P. „*Główne nurty współczesnej makroekonomii*” 1998
47. Triffin R. „*Gold and Dollar crisis*” 1960
48. Van Dormael A. „*Bretton Woods: Birth of a Monetary System*” 1978
49. Wanniski J. „*The Case for Fixed Exchange Rates*” The Wall Street Journal, 14 czerwiec 1974,
50. Wanniski J. „*A Gold Polaris*” [www.polyconomics.com/searchbase/gp1.htm](http://www.polyconomics.com/searchbase/gp1.htm)
51. Wanniski J. „*The Mundell-Laffer Hypothesis. A New View of the World Economy*” The Public Interest, numer 39, wiosna 1975
52. Wanniski J. „*The Way The World Works*” 1998
53. Weintraub S. „*Capitalism’s Inflation and Unemployment Crisis*” 1978
54. Woodward R. „*Maestro. Greenspan’s FED and the American Boom*” 2000

### Strony internetowe

- |                                |  |
|--------------------------------|--|
| 1. FED                         | <a href="http://www.federalreserve.gov">www.federalreserve.gov</a> |
| 2. International Monetary Fund | <a href="http://www.imf.org">www.imf.org</a>                       |
| 3. Kitco                       | <a href="http://www.kitco.com">www.kitco.com</a>                   |
| 4. Mises Institute             | <a href="http://www.mises.org">www.mises.org</a>                   |

5. Robert Mundell's Webpage [www.columbia.edu/ram.htm](http://www.columbia.edu/ram.htm)
6. Supply-Side University [www.wanniski.com/ssu.asp](http://www.wanniski.com/ssu.asp)
7. U.S. Department of Labor [www.bls.gov/cpi/home.htm](http://www.bls.gov/cpi/home.htm)

