

# Nové úvahy o dvadsiatom storočí

Prednáška  
8. decembra 1999

ROBERT A. MUNDELL

Katedra ekonomiky, Kolumbijská univerzita, New York, N.Y 10027, USA.

V porovnaní s minulými storočiami prinieslo to dvadsiate extrémny. Jeho prvá časť bola miernym pokračovaním mieru devätnásteho storočia. Ale po tomto tichu pred búrkou nasledovala 1. svetová vojna, komunizmus, hyperinflácia, fašizmus, depresia, genocída, 2. svetová vojna, atómová bomba a okupácia východnej Európy. Potom nasledovalo obdobie pomernej stability narušované terorom Studenej vojny, Alianciou NATO a dekolonizáciou. Ku koncu storočia sa skončila Studená vojna, sovietske impérium sa rozpadlo, vo východnej Európe sa objavila demokracia, prekvalita Pax Americana a bolo zavedené euro. Kľúč k dvadsiatemu storočiu leží v spojeniach medzi jeho prvou a poslednou dekadou, ktoré predstavujú konce storočia.

V r. 1906 mal Whitelaw Reid, americký veľvyslanec v Británii, uviedol prednášku na Cambridgeskej univerzite s názvom Najväčšia skutočnosť v moderných dejinách, v ktorej autor, diplomat, novinár a politik uviedol, že to bol vznik a vývoj Spojených štátov! Vtedy nemohlo byť zrejmé, že vznik Spojených štátov bol „najväčšou skutočnosťou v moderných dejinách“, ale je pravdou, že v priebehu len dvoch storočí sa malá kolónia stala najväčšou ekonomikou na svete. Prvá dekáda storočia naznačila to, čo posledná dekáda potvrdila, t.j. americkú prevahu. Zabudnite na 75 rokov od r. 1914 do r. 1989!

Témou mojej dnešnej prednášky je úloha Spojených štátov v tom, čo sa príhodne označuje ako „americké storočie“. Chcem ozrejmiť úlohu peňažného faktora ako determinanta politických udalostí. Konkrétne uvediem argumenty, že mnohé politické zmeny v danom storočí boli spôsobené málo pochopenými poruchami v medzinárodnom peňažnom systéme, pričom tieto boli dôsledkom vzniku Spojených štátov a chýb jeho finančnej páky, Federálneho rezervného systému.

Dvadsiate storočie sa začalo vysoko efektívnym medzinárodným peňažným systémom, ktorý bol zničený v 1. svetovej vojne a jeho zbabrané obnovenie v medzivojnovom období prinieslo Veľkú depresiu, Hitlera a 2. svetovú vojnu. Nové usporiadania, ktoré po ňom nasledovali, záviseli viac od dolárovej politiky Federálneho rezervného systému než od samotnej disciplíny zlata. Keď bolo prepojenie na zlato konečne pretrhnuté, Federálny rezervný systém sa ocitol v najväčšej inflácii, akú kedy zažili Spojené štáty prinajmenšom od dní Revolúcie. Avšak aj tak ku koncu storočia sa v procese poučenia vytvoril úplne nový rámec na zachytenie niektorých výhod systému, ktorým sa storočie začalo.

Storočie možno rozdeliť do troch odlišných, skoro rovnakých častí. Prvá časť, 1900 - 1933, je príbehom medzinárodného zlatého štandardu, jeho zrušenia počas vojny, jeho zle riadenej obnovy v 20. rokoch a jeho zániku počiatkom 30. rokov. Druhá časť, 1934 - 1971, začína devalváciou dolára a zavedením ceny zlata vo výške 35 \$ a končí sa vtedy, keď Spojené štáty vyňali dolár zo zlata. Tretia časť storočia, 1972 - 1999, sa začína kolapsom flexibilných výmenných kurzov a pokračuje následným vznikom veľkej inflácie a stagnácie v 70. rokoch, prekvalitím hospodárskej politiky orientovanej na ponuku v 80. rokoch a návratom k peňažnej stabilite a zavedením eura v 90. rokoch. Storočie sa však končí deficitom v našom peňažnom systéme v porovnaní s prvým desaťročím storočia, čo naznačuje neukončené záležitosti pre ďalšie desaťročia, ktoré budú nasledovať.

## I. ZLÝ MANAŽMENT ZLATÉHO ŠTANDARDU

Medzinárodný zlatý štandard na začiatku dvadsiateho storočia fungoval hladko a uľahčoval obchod, platby a pohyby kapitálu. Platobné bilancie sa udržiavali v rovnováhe na fixných výmenných kurzoch mechanizmom úpravy, v ktorom fungoval vysoký stupeň automatickej zmeny. Svetová úroveň cien možno podliehala dlhodobým trendom, ale ročné miery inflácie alebo deflácie boli nízke, mali tendenciu rušiť a zachovať hodnotu peňazí v dlhodobom diapazóne. Tento systém dal svetu vysoký stupeň peňažnej integrácie a stability.

Medzinárodné peňažné systémy však nie sú statické. Musia byť konzistentné a musia sa vyvíjať s konfiguráciou moci svetovej ekonomiky. Zlaté, strieborné a bimetalické peňažné štandardy najlepšie prosperovali v decentralizovanom svete, kde bola politika úpravy automatická. Ale v dekadách vedúcich k 1. svetovej vojne vznikali ako oligopolisti v systéme centrálne banky s veľkými právomocami. Efektívnosť a stabilita zlatého štandardu sa stávala stále závislejšou od rozhodovacej politiky niekoľkých významných centrálnych bánk. Táto tendencia sa ešte rýchlo zvýšila vytvorením Federálneho

rezervného systému v Spojených štátoch v r. 1913. Federálna rada pre rezervy, ktorá spravuje tento systém, centralizovala peňažnú silu ekonomiky, ktorá sa strojnásobila v porovnaní s jej najbližšími rivalmi, Britániou a Nemeckom. Preto sa príbeh zlatého štandardu stával čoraz viac príbehom Federálneho rezervného systému.

1. svetová vojna spôsobila, že zlato bolo nestále. Nestabilita sa začala vtedy, keď deficit rozpočtu donútil európske bojujúce mocnosti opustiť zlatý štandard a zlato prišlo do Spojených štátov, kde ho novovytvorený Federálny rezervný systém monetizoval, pričom zdvojnásobil dolárovú cenovú úroveň a znížil na polovicu reálnu hodnotu zlata.<sup>1</sup> Nestabilita pokračovala, keď po vojne Federálna rezerva vyrobila dramatickú defláciu v recesii<sup>2</sup> v rokoch 1920 - 1921, ktorá vrátila cenovú úroveň dolára (a zlata) späť na 60 % predvojnovú rovnováhu, t.j. úroveň, ktorú Federálna rezerva udržiavala až do r. 1929.

Bolo to v tomto prostredí, keď sa zvyšok sveta vedený Nemeckom, Britániou a Francúzskom vrátil k zlatému štandardu. Problémom bolo to, že so svetovými (dolárovými) cenami, ešte stále 40 % nad predvojnovou rovnováhou, bola reálna hodnota zlatých rezerv a dodávok pomerne menšia. Zároveň bolo peňažné zlato zle rozdelené, pretože polovica z neho bola v Spojených štátoch. Okrem toho, neistota v oblasti výmenných kurzov a reparácií (ktoré boli stanovené v zlate) zvýšili dopyt po rezervách. Vzhľadom na túto situáciu, prečo by nemal zvýšený dopyt po zlate spôsobený návratom k zlatému štandardu priniesť defláciu? Niekoľko ekonómov ako Charles Rist z Francúzska, Ludwig von Mises z Rakúska a Gustav Cassel<sup>3</sup> zo Švédska si mysleli, že by mal.<sup>4</sup>

Cassel (1925) bol veľmi explicitný ešte predtým, než sa Británia vrátila k zlatu:

Zlatý štandard samozrejme nemôže zabezpečiť vyššiu stabilitu vo všeobecnej úrovni cien krajiny, než ju má samotná hodnota zlata. Hoci je stabilita všeobecnej úrovne cien želateľná, naša práca s cieľom obnoviť zlatý štandard musí byť doplnená snahou udržať hodnotu zlata na najvyššej možnej konštantnej úrovni ... S aktuálnym stavom produkcie zlata možno považovať za isté, že po pomerne krátkom čase, možno v rámci desaťročia, po súčasnom super prebytku zlata bude nasledovať v dôsledku zvyšujúceho sa dopytu nedostatok tohto vzácneho kovu na trhu, čo bude mať tendenciu viesť k prepadu cien ...

Potom, ako bolo obnovené zlato, Cassel sledoval svoju líniu dôvodov aj ďalej, pričom upozornil na potrebu ekonomizovať peňažné využitie zlata, aby bolo možné odvrátiť depresiu. V r. 1928 napísal:

Veľkým problémom pred nami je to, ako vyriešiť rastúci nedostatok zlata, ktorý ohrozuje svet ako z hľadiska rastúceho dopytu tak aj nižšej ponuky. Musíme vyriešiť tento problém systematickým obmedzením peňažného dopytu po zlate. Len ak bude toto riešenie úspešné, môžeme dúfať, že zabránime trvalému prepadu všeobecnej cenovej úrovne a dlhodobej celosvetovej depresii, ktorá by bola nevyhnutne spojená s prepadom cien.<sup>5</sup>

Ukázalo sa, že Rist, Mises a Cassel mali pravdu. Deflácia sa začala už v koncom 20. rokov prepadom cien poľnohospodárskych produktov a surovín. Pád Wall Street v r. 1929 bol ďalším symptómom a všeobecná deflácia sa začala v r. 1930. Že deflácia bola všeobecná, aj keď nerovnomerná, možno vidieť na percentuálnom poklese veľkoobchodných cien v rôznych krajinách z vysokých cien v r. 1929 do septembra 1931 (mesiac, kedy Británia opustila zlatý štandard): Japonsko, 40,5; Holandsko, 38,1; Belgicko, 31,3; Taliansko, 31,0; Spojené štáty, 29,5; Spojené kráľovstvo, 29,2; Kanada, 28,9; Francúzsko, 28,3; Nemecko, 22,0.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> Z formálneho hľadiska možno uviesť, že Spojené štáty prerušili zlatý štandard, keď od septembra 1917 do júna 1918 prezident Wilson zakázal voľný vývoz zlata, pričom použil "napodiv" Zákon o špionáži z júna 1917 (Roy Jastram, 1981 str. 124). Domáca konvertibilita bankoviek za zlato však zostala pre verejnosť legálna a naďalej platil zlatý štandard.

<sup>2</sup> Bola to táto epizóda nestability dolára a zlata, ktorá viedla Johna Maynarda Keynesa, v jeho práci Traktáte o peňažnej reforme (Keynes, 1923), aby sa pustil do konfliktu medzi "internou" a "externou" stabilitou. S pádom hodnoty zlata padla na polovicu a následnou povojnovou defláciou sa zdalo, že je to nestabilná kotva pre iné meny. Na základe tejto epizódy Keynes uprednostnil internú stabilitu (stabilnú cenovú úroveň) nad externou stabilitou (fixný výmenný kurz alebo cena zlata), najmä na tom základe, že Rada pre federálne rezervy by dominovala v medzinárodnom systéme a že ešte nepreukázala svoju schopnosť schopného manažmentu.

<sup>3</sup> Túto záležitosť som opísal v mojej práci prečítanej pri príležitosti stého výročia narodenia Jacquesa Rueffa. (Vid' Mundell, 1996.) Treba spomenúť aj Johna Parke Younga, mladého profesora na Princetone, ktorý bol vymenovaný do funkcie, ktorá vlastne bola jednočlennou Komisiou pre zlato a preukázal dobré pochopenie problému, ktorý nastolili Cassel, Rist a von Mises. (Vid' Young, 1925.)

<sup>4</sup> V histórii peňažníctva existoval jasný dôkaz, že obnovenie druhového štandardu by zaviedlo deflačné tendencie, ako keď Británia postavila Indiu na strieborný štandard v polovici osemnásteho storočia, keď sa Británia a iné krajiny vrátili k zlatému alebo striebornému štandardu po napoleonských vojnách a keď krajiny prešli zo striebra na zlato po páde bimetalizmu začiatkom 70. rokov 19. stor.

<sup>5</sup> Neskôr v tom istom roku si Keynes uvedomil význam obnovenia zlatého štandardu (ktorému predtým oponoval z dôvodu, že Federálna rezerva nemôže udržať zlato stabilné) pre dopyt po zlate a obával sa najmä dopadu francúzskeho zákona o peňažníctve z r. 1928, ktorý vyžadoval, aby zlato pokrývalo každú novú frankovú bankovku. Guvernér Moreau začal konvertovať na zlato dokonca aj existujúce zostatky, čo zmiatlo Bank of England. Podrobné informácie o francúzskom zákone o peňažníctve, vid' H. Clark Johnson (1997).

<sup>6</sup> Údaje sú z U.S. Bureau of Foreign and Domestic Commerce, Commerce Reports, 9. novembra, 1931 str. 301, citované v Jastram (1981 str. 99).

Cenová úroveň dolára dosiahla dno v r. 1932 a 1933. Údaje o cenovej úrovni od r. 1914 do r. 1934 sú uvedené v tabuľke 1.

**TABUĽKA 1 – CENOVÁ ÚROVEŇ V USA, VYBRANÉ ROKY, 1914-1933 (1930 = 100)**

1914	1920	1921	178,7	113	112,1
78,4	178,7	113,0	112,1	84,1	76,2

Zdroj: Index veľkoobchodných cien, U.S. Bureau of Labor Statistics. Upravené z tabuľky 21 v Jastram (1981 str. 206).

Ekonomovia bojovali desaťročia s problémom, čo spôsobilo defláciu a depresiu 30. rokov. Hojná literatúra o tomto predmete priniesla viacej horúčavy ako svetla. Jedným zdrojom kontroverzie bolo to, či depresia bola spôsobená posunom celkového dopytu alebo prepados ponuky peňazí. Odpoveď je istotne že oboma! Ale žiadna z týchto teórií – monetárna alebo Keynesovská – by nebola schopná vopred predvídať pád ponuky peňazí alebo celkového dopytu. Vychádzali z krátkodobého modelu uzavretej ekonomiky, ktorý nemohol postihnúť účinky zlatého štandardu počas 1. svetovej vojny a po nej. Naopak, teória, že deflácia bola spôsobená návratom zlatého štandardu, bola nielen predpovedateľná, ale v skutočnosti, ako sme už uviedli, aj predpovedaná.

Štandard výmeny za zlato visel na vlásku už s nástupom deflácie. Dostal sa do krízovej fázy na jar 1931 pádom viedenskej banky Creditanstalt, najväčšej banky v strednej Európe – čo spustilo reťazovú reakciu, ktorá sa rozšírila na Nemecko, kde sa riešila deflačnou peňažnou politikou a opätovným zavedením kontroly a na Britániu, kde 21. septembra 1931 bola libra vyňatá zo zlata. Niekoľko krajín však predbehlo Britániu pri vyňatí zo zlata: Austrália, Brazília, Chile, Nový Zéland, Paraguay, Peru, Uruguay a Venezuela, zatiaľ čo Rakúsko, Kanada, Nemecko a Maďarsko zaviedli kontroly. Mnohé iné krajiny nasledovali Britániu a vyňali svoju menu zo zlata.

Medzitým sa Spojené štáty zo všetkých síl držali zlatého štandardu. Po citlivom prechode na peňažnú politiku, ktorá si stanovila za cieľ radšej cenovú stabilitu ako udržanie zlatého štandardu, sa vrátili naspäť práve v čase, kedy to bolo najpríhodnejšie, začiatkom 30. rokov 20. storočia.

Namiesto pumpovania likvidity do systému si zvolili možnosť brániť zlatý štandard. Pevne stojac na opätkoch britského odchodu od zlata, v októbri 1931 Federálna rezerva zvýšila rediskontnú sadzbu v dvoch krokoch z 1 1/2 na 3 1/2 percenta, čo zatiahlo ekonomiku hlbšie do bahna deflácie a depresie a prehĺbilo bankovú krízu. Ako sme videli, v r. 1929 až 1933 spadli veľkoobchodné ceny o 35%.

Peňažná deflácia sa premenila na depresiu fiškálnymi šokmi. Smoot-Hawleyov tarif, ktorý viedol k protiopatreniam v zahraničí, bol prvým: od r. 1929 do r. 1933 prepadol dovoz o 30 % a vývoz prepadol ešte viac o skoro 40 %. 6. júna 1932 Demokratický kongres prijal a prezident Herbert Hoover podpísal v ošiali mánie vyrovnaného rozpočtu jeden zo svojich najhorších zákonov – Daňový zákon z r. 1932, ktorý zaviedol najväčšie percentuálne daňové zvýšenie, aké bolo kedy schválené počas mierovej histórie Ameriky. Nezamestnanosť stúpila na 24,9% pracovných síl v r. 1933 a HDP klesol o 57 % v súčasných cenách a 22 % v reálnych podmienkach.<sup>7</sup>

Banková kríza vtedy prepukla naplno. Bankroty stúpili z priemeru cca 500 ročne v 20. rokoch na 1.350 v r. 1930, 2.293 v r. 1931 a 1.453 v r. 1932. Franklin D. Roosevelt, ako jeden zo svojich prvých úkonov po nástupe do prezidentského kresla v marci 1933, uvalil embargo na dovoz zlata. Po 20. apríli mohol dolár ísť dole.

Deflácia 30. rokov bola zrkadlovým obrazom vojnového zvýšenia cenovej úrovne, ktorá sa nevrátila späť v recesii počas r. 1920-1921. Keď krajiny opustia zlatý štandard, reálna hodnota zlata klesne a cenové úrovne v krajinách so zlatom stúpajú. Keď krajiny používajú zlatý štandard, reálna hodnota zlata stúpa a cenové úrovne klesajú. Zhodnotenie zlata v 30. rokoch bolo zrkadlovým obrazom poklesu hodnoty zlata v 1. svetovej vojne. Cenová úroveň v dolároch v r. 1934 bola rovnaká ako cenová úroveň v dolároch v r. 1914.<sup>8</sup> Defláciu 30. rokov treba vidieť nie ako unikátnu "krízu kapitalizmu," ako zvykli hovoriť marxisti, ale ako pokračovanie vzoru, ktorý sa objavoval so značnou predpovedateľnosťou aj predtým – vždy, keď krajiny prešli na peňažný štandard alebo sa k nemu vrátili. Deflácia v 30. rokoch mala svojho predchodcu v 80. rokoch 18. stor., v 20. rokoch 19. stor. a v 70. rokoch 19. stor.

<sup>7</sup> Zavedenie Zákona o obnove národného priemyslu v r. 1933 narobilo viac škody, keď tento zákon zrušil antitrustové zákony, podporil kartely a odborové organizácie, znížil mzdové rozdiely, obmedzil pracovnú dobu na 35 hodín týždenne a zaviedol minimálne mzdy, kým nebol v r. 1935 vyhlásený za protiústavný.

<sup>8</sup> Sčasti to bola samozrejme náhoda, že cenová úroveň v r. 1914 a v r. 1933 bola skoro rovnaká. Keby bol medzinárodný zlatý štandard platil v danom období s alebo bez katastrofy svetovej vojny, reálna cena zlata by sa mohla zmeniť z rovnakých dôvodov, ako sa menila v histórii zlatého štandardu. Napriek tomu, rozsiahly vplyv obnovenia zlatého štandardu pri poskladaní kúskov späť možno len ťažko spochybniť.

Aký verdikt možno vyniesť o tejto tretej kríze storočia? Jeden je ten, že Federálny rezervný systém urobil fatálnu chybu, ktorá spôsobila nekonzistentnosť v kritickej dobe. Držal sa zlatého štandardu v rokoch 1914 až 1921, keď sa zlato stalo nestabilným. Prešiel k politike cenovej stability v 20. rokoch, ktorá bola úspešná. Ale vrátil sa k zlatému štandardu v najhoršom možnom čase, aký si možno predstaviť, keď sa zlato opäť stalo nestabilným. Nešťastnou skutočnosťou bolo to, že najneskúsenejšia z významných centrálnych bánk – nováčik v bloku – mala nesmiernu moc sama vytvoriť alebo porušiť systém.

Európske ekonomiky neboli v tejto epizóde vôbec bez viny. Boli to krajiny, ktoré zmenili status quo a prešli od zlatého štandardu bez zváženia následkov. Nepoučili sa z lekcií z histórie – že spoločný odchod zo štandardu kovov alebo prechod naň nesie so sebou aj infláciu alebo defláciu. Po veľkej vojne, v ktorej nastala inflácia v krajine peňažného lídra a zlato bolo následne podhodnotené, je návrat k zlatému štandardu konzistentný s cenovou stabilitou len vtedy, ak sa cena zlata zvýši. Nevyužívajúc túto možnosť, krajinám by sa darilo lepšie, keby sa boli poučili z Keynesovej rady a obetovali výhodu pevných výmenných kurzov podľa zlatého štandardu a namiesto toho stabilizovali radšej ceny komodít než cenu zlata.

Keby sa bola cena zlata zvýšila koncom 20. rokov, alebo alternatívne, keby hlavné centrálné banky sledovali politiku cenovej stability namiesto pridrievania sa zlatého štandardu, nebola by nastala žiadna Veľká depresia, žiadna nacistická revolúcia a ani žiadna 2. svetová vojna.

## II. KOMBINOVANÁ POLITIKA PODĽA DOLÁROVÉHO ŠTANDARDU

V apríli 1934, po roku flexibilných výmenných kurzov, sa Spojené štáty vrátili späť k zlatu<sup>9</sup> po devalvácii dolára.<sup>10</sup> Toto znížilo zlatú hodnotu dolára o 40,94 %, čím sa zvýšila oficiálna cena zlata o 69,33 % na 35 \$ za uncu. Ako by sa boli dejiny zmenili, keby bol prezident Herbert Hoover devalvoval dolár o tri roky skôr!<sup>11</sup>

Francúzsko si podržalo svoju zlatú paritu až do r. 1936, keď devalvovalo frank. V tomto roku nastali aj dve ďalšie udalosti s ďalekosiahlymi následkami. Jedno bolo uverejnenie Keynesovej Všeobecnej teórie; druhou podpísanie Tripartitnej dohody medzi Spojenými štátmi, Britániou a Francúzskom. Jedna zaviedla novú teóriu politického manažmentu pre uzavretú ekonomiku; druhá, predchodca dohody Bretton Woods, zaviedla niektoré pravidlá pre manažment výmenných kurzov v novom medzinárodnom peňažnom systéme.

Rozpor medzi týmito dvoma nemôže byť ironickejší. V čase, keď ekonómovia stále viac akceptovali keynesovskú politiku národného ekonomického manažmentu, svetová ekonomika prijala nový systém výmenných kurzov, ktorý bol s touto politikou nekompatibilný.

V nových podmienkach, ktoré boli ratifikované v Bretton Woods v r. 1944, boli krajiny povinné stanoviť parity fixované v zlate a voči sebe navzájom udržiavať pevné výmenné kurzy. Tento nový systém sa však veľmi odlišoval od starého zlatého štandardu. Na jednej strane bola úloha Spojených štátov v systéme asymetrická. Špeciálny článok<sup>12</sup> dával krajine možnosť stanoviť cenu zlata namiesto udržiavania výmenných kurzov iných členov, ktoré boli fixné. Pretože dolár bol jedinou menou viazanou na zlato, boli jedinou krajinou v postavení, kedy mohli uplatniť opciu na zlato. Tak vzniklo asymetrické

<sup>9</sup> Devalvácia dolára a zvýšenie dolárovej ceny zlata v r. 1934 bolo sprevádzané opatreniami eliminujúcimi fungovanie zlatého štandardu v rámci Spojených štátov. Dolár už nebol vykúpiteľný a americkí občania mali zakázané vlastniť zlato; dolár bol vymeniteľný len pre zahraničné peňažné účely; Federálna rezerva bola povinná držať len percento (pôvodne 40%) krytia bankoviek a dlhov zlatom; a Najvyšší súd vyhlásil všetky klauzuly o zlate za neplatné.

<sup>10</sup> Rozhodnutie devalvovať silne ovplyvnil George F. Warren, profesor ekonomiky na Cornellskej univerzite a jeden z poradcov prezidenta. Existovali tri možné, ale súvisiace, výhody, ktoré bolo možné očakávať. Jednou bolo to, že zvýšenie ceny zlata by zvýšilo domácu cenovú úroveň, počnúc zvýšením cien dovozov a vývozov, ale potom by sa to rozšírilo na celú ekonomiku; táto teória, ktorá by bola dnes štandardná pre malú otvorenú ekonomiku, bola vtedy založená na dlhodobej korelácii peňažných zlatých zásob a cenovej úrovni. Druhou bolo to, že vyššie ceny zlata by mali za následok zvýšené nákupy zlata, ktoré by zvýšili silnú rezervnú bázu peňažného systému. Treťou bolo to, že devalvácia by spôsobila v takom rozsahu, že sa zmenili výmenné kurzy, že by americké produkty boli viac konkurencieschopné na svetových trhoch. Stalo sa to, že veľkoobchodné ceny od r. 1933 do r. 1937 v skutočnosti vzrástli o 30 %, potom klesli späť o cca 10 % v r. 1938-1940 ešte predtým, než sa zdvojnásobili koncom r. 1948.

<sup>11</sup> Jedným argumentom proti devalvácii bolo to, že Spojené štáty boli najväčším svetovým veriteľom a ich nároky boli do veľkej miery stanovené v dolároch; až neskôr sa zistilo, že dlhy boli neinkasovateľné. Vyhnutie sa deflácií by bolo malo byť postačujúce, ale za neexistencie koherentnej teórie, že zlato bolo podhodnotené, tento argument by asi nebol presvedčivý. Nikto nevedel vopred, ako ďaleko ceny padnú. Príležitosť nastala vtedy, keď Británia opustila zlato, ale americké zlaté rezervy boli ešte stále najväčšie na svete. Keby bola však Federálna rezerva realizovala dostatočne expanzívnu peňažnú politiku, zlato by bolo vytielko a situácia by sa bola stala zrejmom.

Špeciálny argument, ktorý sa často vznáša proti devalvácii, je ten, že je to politika "žobráka, ktorý je tvojím susedom" v tom zmysle, že vytvára zamestnanosť doma na náklady zamestnanosti v zahraničí. Ale toto je presne to, čo bolo potrebné: konkurencia na zvýšenie zamestnanosti. Ak všetky krajiny devalvujú ako konkurenti, cena zlata by sa mohla zvýšiť, aby eliminovala podhodnotenie a vytvorila podmienky pre oživenie.

<sup>12</sup> Článok IV, ods. 4)-b Stanov Dohody o medzinárodnom peňažnom fonde. Tento článok bol vložený v poslednej minúte, aby uspokojil Spojené štáty, ktoré nikdy ako všeobecnú prax nefixovali výmenné kurzy a nechceli tak urobiť ani teraz: aké bolenie hlavy by spôsobilo fixovať všetky menové ceny na newyorskom devízovom trhu!

usporiadanie, v ktorom Spojené štáty fixovali cenu zlata, zatiaľ čo ostatné krajiny fixovali svoje meny na dolár.<sup>13</sup> Ďalším rozdielom nového systému na rozdiel od starého nebolo to, že dokonca ani Spojené štáty neboli na tej, akú by bolo možné nazvať plný zlatý štandard. Dolár už nebol v starom zmysle "ukotvený" v zlate; skôr to bolo to, že svetová cenová úroveň, a teda aj reálna cena zlata, bola silne ovplyvnená Spojenými štátmi. Zlato sa stalo pasažierom v systéme.

Bol nový systém vytvorený v Bretton Woods? Z počiatočného plánovania sa zdalo, že tomu tak je. Britské aj americké plány obsahovali ustanovenia pre svetovú menu: John Maynard Keynes mal svoj "ban-cor" a Harry Dexter White mal svoje "unitas." Ale tieto vízie budúcnosti boli čoskoro pochované. Nečudo, že Američania začali veriť, že svetová mena by pristihla krídla doláru.<sup>14</sup> Preto to nebol vlastne Bretton Woodsovský "systém", ale skôr Bretton Woodsovský "poriadok" obsahujúci chartu systému<sup>15</sup>, ktorý už existoval.

2. svetová vojna priniesla opakovanie peňažných nerovnováh 1. svetovej vojny. Devalvácia dolára a zhromažďovanie vojnových mrakov v Európe spôsobili, že dolár sa stal bezpečným prístavom a príjemcom zlata na zaplatenie vojnového tovaru. Spojené štáty sterilizovali dovozy zlata a zaviedli cenové kontroly. Preto bolo možné fungovať s deficitmi bez toho, aby sa opustilo zlato. Pretože zlato bolo v tejto ére "nedostatku dolára" ešte stále "nadhodnotené", úrokové miery zostali neuveriteľne malé. Do r. 1945 verejný dlh dosiahol výšku 125 % HDP.

Na konci vojny sa americká cenová úroveň zdvojnásobila v dôsledku skončenia cenovej kontroly, uvoľnenia vyvolaného dopytu a expanzívnej peňažnej politiky Federálneho rezervného systému, ktorá pokračovala na podporu trhu s dlhopismi. Povojnová inflácia znížila na polovicu hodnotu verejného dlhu, zvýšila daňové príjmy v dôsledku "zdaňovania v progresívnej sadzbe" v prudko progresívnom systéme daní z príjmu (ktoré vzrástli na 92,5 %), znížila reálnu hodnotu zlata na polovicu a eliminovala jeho nadhodnotenie. Po ďalšej inflácii počas kórejskej vojny a nástupe stabilnej "sekulárnej" inflácie sa zlato stalo podhodnoteným.

Medzičasom Nemecko a Japonsko, po období inflácie ich papierových peňazí, pod záštitou amerických okupačných úradov, urobili menovú reformu, v ktorej sa 10 jednotiek starých peňazí vymenilo za 1 jednotku novej meny; obe reformy sa uskutočnili v r. 1948 s výmenným kurzom pre Nemecko stanoveným na 4,2 DM = 1 \$ a pre Japonsko na 360 ¥ = 1 \$. Neskôr sa ukázalo, že výmenné kurzy podhodnotili nemeckú a japonskú prácu a týmto dvom ekonomikám sa v povojnovom období mimoriadne darilo, pričom naplnili svoj osud predbehnúť Britániu a Francúzsko ako druhá a tretia najväčšia ekonomika na svete.

Až do r. 1960 bola americká makroekonomická politika založená skôr na zásadách uzavretej ekonomiky než na požiadavkách medzinárodného peňažného systému. Peňažná a fiškálna politika bola zameraná na potreby vnútornej rovnováhy a platobná bilancia sa jednoducho ignorovala. V r. 1949 Spojené štáty dosiahli vrchol s viac ako 700 miliónmi uncí zlata, čo bolo viac ako 75 % svetového peňažného zlata. Straty zlata nastali čoskoro potom, ale účinok týchto predajov na ponuku peňazí bol sterilizovaný ekvivalentnými nákupmi štátnych dlhopisov Federálnym rezervným systémom. Straty zlata sa spočiatku brali ako zdravá redistribúcia svetových zlatých rezerv, ale už koncom 50. rokov sa považovali za nebezpečné.

Federálny rezervný systém bol povinný ponechať si 25 % (znížené zo 40 % v r. 1945) krytia svojej meny a depozitných záväzkov zlatom. Ak by boli zlaté rezervy klesli pod túto úroveň, museli by sa zvýšiť úrokové sadzby. Ak by bol pád zlatých rezerv dosiahol úroveň požadovaných rezerv, Spojené štáty by boli nútené zohľadniť obmedzenia svojej platobnej bilancie ako každá iná krajina. Problém vhodnej kombinovanej peňažnej a fiškálnej politiky sa stal zrejším počas administratívy prezidenta Johna F. Kennedyho, ktorý nastúpil do úradu v r. 1961.

V tomto čase som sa tohto príbehu zúčastnil aj ja. Prišiel som ako nový pracovník do Výskumného oddelenia Medzinárodného peňažného fondu (IMF) na jeseň 1961 a požiadalí ma, aby som sa pozrel na teoretické aspekty kombinovanej peňažno-fiškálnej politiky.<sup>16</sup> Hlavným problémom v tejto post-Sputnikovej ére bol pomalý rast a podpriemerná zamestnanosť v Spojených štátoch v porovnaní s Európou a Japonskom (čo bolo presne opačne, ako je tomu dnes) a nový znepokojujúci deficit platobnej

<sup>13</sup> Existoval však ešte jeden nevyriešený problém. Musela by Británie, Francúzsko a každý jeden zo 44 členov Fondu intervenovať na 43 devízových trhoch? Keď začal Fond fungovať, jeho Výkonná rada musela zaviesť pravidlo, že sa predpokladalo, že ktorákoľvek krajina, ktorá fixovala svoju menu na "konvertibilnú menu", plní svoju funkciu podľa Stanov. V spojení s klauzulou o zlate, tieto stanovy zaviedli asymetrický systém, ktorým by Spojené štáty fixovali cenu zlata a zvyšok sveta fixoval dolár priamo alebo prostredníctvom tretej meny. Že táto asymetria nebola široko pochopená až do konca 60. rokov možno vidieť z diskusie medzi mnou a Sirom Royom Harrodom na konferencii v Brookings Institution v r. 1965.

<sup>14</sup> Viď Mundell (1995), kde je uvedené, ako boli vypustené plány na svetovú menu z programu v Bretton Woods.

<sup>15</sup> Rozdiel medzi "systémom" a "poriadkom" som analyzoval v Mundell (1972).

<sup>16</sup> Modely vhodné pre riešenie tohto problému som opísal už v mojich predchádzajúcich článkoch. Viď najmä Mundell (1961c).

bilancie. Vznikli tri ideologické školy. Keynesovská pod vedením Leona Keyserlinga, prvého predsedu Rady ekonomických poradcov, pretláčala ľahké peniaze a zvýšenie štátnych výdavkov. Obchodná komora predkladala argumenty pre fiškálne obmedzenie a pevnejšie utiahnuté peniaze. Rada ekonomických poradcov, po Samuelson-Tobinovej "neoklasickej syntéze," obhajovala nízke úrokové sadzby na podporu rastu a rozpočtového prebytku za účelom vypustenia nadmernej likvidity a zabránenie inflácii.

V mojej analýze som ukázal, že žiadna z uvedených politík by nefungovala a zaviedla by ekonomiku mimo rovnováhy. Správna kombinácia politiky by mala znížiť dane na podporu zamestnanosti a spevniť peňažnú politiku na ochranu platobnej bilancie. Moju prácu zaslal IMF svojim členom v novembri 1961 a bola uverejnená v IMF Staff Papers v marci 1962.

Postupne sa ukázalo, že politika Kennedyho administratívy nefunguje: nesprávna kombinácia politiky spôsobila zväčšujúce sa nerovnovážne účinky: štrajk v oceliarstve, pád trhu s akciami a stagnáciu. Koncom r. 1962 Kennedy vyhlásil opačnú kombináciu politiky, s daňovými zníženiami na podporu ekonomiky a úrokovými mierami na ochranu platobnej bilancie. Omeškanie legislatívy znamenalo, že daňové zníženie muselo počkať až do leta 1964, ale jeho očakávanie posunulo ekonomiku do veľkej expanzie 60. rokov.<sup>17</sup>

Prijatie mojej kombinovanej politiky pomohlo Spojeným štátom dosiahnuť rýchly rast so stabilitou. Táto nemala v úmysle a ani nemohla vyriešiť základný problém medzinárodného peňažného systému, ktorý vyplýval z podhodnotenia zlata. Napriek tomu bol problém platobnej bilancie USA zložitý spojený s problémom systému. S veľmi malým prebytkom zlata prichádzajúcim do zásob centrálnych bánk zo súkromného trhu a s americkým dolárom ako jediným alternatívnym komponentom rezerv bol deficit USA základným prostriedkom, akým zvyšok sveta dostával ďalšie rezervy. Ak by Spojené štáty neboli napravili svoj deficit platobnej bilancie, neboli by schopné udržať konvertibilitu zlata; na druhej strane, ak by opravili svoj deficit, zvyšku sveta by sa skrátili rezervy a mal by pomalší rast, alebo ešte horšie, defláciu. Posledný scenár uvádzal opakovaný problém medzivojnového obdobia.<sup>18</sup>

Dve základné riešenia boli konzistentné so zachovaním systému.<sup>19</sup> Jedným riešením bolo zvýšiť cenu zlata. Zakladatelia IMF vložili ustanovenie do Zakladateľskej listiny IMF o riešení nedostatku alebo prebytku zlata: zmena nominálnych hodnôt všetkých mien, čo by bolo zmenilo cenu zlata pre všetky meny, pričom výmenné kurzy by zostali nezmenené. V r. 1968 si volebná kampaň kandidáta Richarda M. Nixona vybrala Arthura Burnsa za svojho emisára pre tajnú misiu<sup>20</sup>, aby zistil názor Európy na zvýšenie ceny zlata. Misia bola úspešná a Burns odporučil rýchlu akciu bezprostredne pred voľbami. Nič z toho sa však neuskutočnilo.

Druhou možnosťou bolo vytvoriť náhradu za zlato. V skutočnosti sa zvolil tento kurz. Koncom leta 1967 sa dosiahla medzinárodná dohoda o zmene stanov IMF, ktorá umožnila vytvorenie Špeciálnych výberových práv (Special Drawing Rights – „SDR“), prostredníctvom IMF sa poskytli zlatom garantované účtovné rezervy, s jednotkovou hodnotou rovnajúcou sa jednému zlatému doláru, alebo 1/35 unce. V r. 1970, 1971 a 1972 bolo o niečo menej ako 10 miliárd SDR pridelených členským krajinám, ale ukázalo sa, že sú neadekvátne - príliš málo a príliš neskoro – aby vyriešili hlavné problémy systému.<sup>21</sup>

15. augusta 1971, keď bol prezident Nixon konfrontovaný so žiadosťami o konverziu dolárov na zlato zo strany Spojeného kráľovstva a iných krajín, vyňal dolár spod zlata a zavrel "zlaté okno", pri ktorom sa

<sup>17</sup> V júni 1963 som bol pridelený do tímu pre konzultácie o článku VIII stanov IMF, ktorý viedol Jacques J. Polak, s americkým tímom, ktorý zahŕňal podtajomníka Roberta V. Roosa (ktorý bol spolupredsedom zasadnutia spolu s Polakom) a Paula Volckera, vtedajšieho riaditeľa Úradu pre finančné analýzy Ministerstva financií.

<sup>18</sup> Problém sa stal známy ako "Triffinova dilema" a bol pomenovaný podľa významného belgického ekonóma Roberta Triffina, profesora ekonómie na Univerzite Yale.

<sup>19</sup> Skupina akademických štúdií G-32, v ktorej som pracoval, navrhla štyri možné riešenia pre systém: (a) návrat k zlatému štandardu; (b) vytvorenie svetovej centrálnej banky; (c) nové rezervné aktívum ako náhradu alebo doplnok zlata; a (d) flexibilné výmenné kurzy.

<sup>20</sup> Informácia Burnsa o misii, citovaná v práci Williama R. Neirkira (1987 str. 143-44) je nasledovná:

Išiel som na tajnú misiu pre Richarda Nixona, aby som zistil názor Európy na zvýšenie ceny zlata. Konal som v tejto veci veľmi diskretné. Nikomu som nič nepovedal po prvé preto, lebo som bol emisárom Nixona a po druhé preto, lebo ani on ani ja sme na nič také ani nepomysleli. Prišiel som k záveru, že Európania by to akceptovali. Odporučil som rýchlu akciu hneď po voľbách [zvýšiť cenu zlata]. Urobil som tak cestou v lietadle s Nixonom počas kampane. Tento úbožiak myslel len svoj prejav a voľby, a potom na to pravdepodobne zabudol. V každom prípade s tým nič neurobil. A vtedy bol pravý čas urobiť to, hneď po voľbách.

<sup>21</sup> Pred r. 1968 sa dolárová cena zlata udržiavala ako fixná medzi maržami okolo 35 \$ za uncu na londýnskom trhu zlata; akákoľvek prebytočná ponuka na súkromnom trhu sa rozdelila medzi ôsmich členov zlatého združenia. V lete 1967 však súkromný dopyt uzavrel diery a čoskoro nasledoval nadmerný dopyt. Francúzsko vypadlo zo zlatého združenia a ostatné krajiny, radšej než aby dodávali na trh žiadané zlaté rezervy, nechali cenu zlata zvýšiť nad londýnske limity, čo viedlo k vzniku "dvoj pásmoveho systému", ako sa príhodne nazýval. Potom centrálné banky len nerady predávali zlato za oficiálnu cenu, pretože na trhu malo oveľa vyššiu hodnotu. Zlaté rezervy sa preto imobilizovali a spôsobili systému šok a zjavne prevyšujúci dopyt po zlate, čo medzinárodné peňažné inštitúcie nezohľadnili. Vzhľadom na tento šok pre systém, záležitosti SDR boli neadekvátne na vyrovnávanie rozdielu, nieto ešte na riešenie problémov systému. Menej bojazlivý úkon – možno v dvojnásobnej sile – by bol mohol systém zachrániť.

dolíre vymieňali za zlato so zahraničnými centrálnymi bankami. Vtedy vyňali svoje meny spod dolára aj ďalšie krajiny a začalo sa obdobie pohyblivých kurzov.

Ale pohyblivosť sťažila zárodočné plány, ktoré sa ešte len vytvárali pre európsku peňažnú integráciu<sup>22</sup> a v decembri 1971 na zasadnutí Smithsoniánskej inštitúcie vo Washingtone, DC, sa ministri financií dohodli na znovuzavedení systému fixných výmenných kurzov bez konvertibility zlata. Zmenilo sa len málo výmenných kurzov a oficiálna dolárová cena zlata sa zvýšila, ale tento úkon bol skoro čisto nominálny, pretože Spojené štáty už neboli povinné kupovať alebo predávať zlato.

Svet tak prešiel na čisto dolárový štandard, v ktorom hlavné krajiny fixovali svoje meny na dolár bez recipročného záväzku vzhľadom na konvertibilitu zlata na strane Spojených štátov. Ale americká peňažná politika bola v nasledujúcich rokoch príliš expanzívna a po ďalšej neefektívnej devalvácii dolára sa mohol systém rozpadnúť na generalizované pohyblivé kurzy na jar 1973. Tak sa skončil dolárový štandard.

Aké lekcie sa možno naučiť z druhej tretiny storočia? Jednou je to, že kombinovaná politika musí vyhovovať systému. Druhou je to, že medzinárodný systém založený na zlato nemôže prežiť, ak inflácia súvisiaca s vojnou spôsobí podhodnotenie zlata a úrady nie sú ochotné upraviť cenu zlata a vytvoríť dostatočné množstvo náhrad zlata. Treťou lekciovou je to, že supervelmoc nemôže byť spacificovaná požiadavkami konvertibility alebo akéhokoľvek iného medzinárodného záväzku, ak to má byť na úkor životne dôležitých politických cieľov doma; chvost nemôže ovládať psa. Štvrtou lekciovou je to, že systém fixných výmenných kurzov môže fungovať len vtedy, ak existuje vzájomná dohoda o spoločnej miere inflácie. Európa bola ochotná prehltnúť skutočnosť, že dolár nebol v 60. rokoch voľne premeniteľný za zlato, ale keď sa americká peňažná politika stala nekompatibilná s cenovou stabilitou v ostatnom svete (a konkrétne v Európe), bolo zrejmé, že náklady systému fixných výmenných kurzov prevyšujú jeho výhody.

Poslednou lekciovou je to, že politické udalosti a konkrétne vietnamská vojna, zhoršila vzťahy medzi Atlantickými partnermi a vytvorila v 60. rokoch napätie, ktoré možno porovnať len s tieňom vrhnutým na medzinárodný systém spormi o reparácie v 20. rokoch. Systémy fixných výmenných kurzov fungujú lepšie medzi priateľmi ako medzi rivalmi alebo nepriateľmi.

### III. INFLÁCIA A HOSPODÁRSKA POLITIKA ORIENTOVANÁ NA PONUKU

S pádom systému sa ponuka peňazí stala elastickejšou, pretože sa prispôsobila nielen inflačným vývojom miezd ale aj monopolistickým cenám medzinárodne obchodovaných komodít. Vždy, keď sa v 70. rokoch zvýšila cena ropy, trh s Eurodollármi sa rozšíril na financovanie deficitu krajín dovážajúcich ropu; z depozitov vo výške 223 miliárd \$ v r. 1971 sa zvýšili na 2.351 miliárd \$ v r. 1982 (Medzinárodný peňažný fond, Medzinárodná štatistická ročenka IMF, 1988 str. 68).

Inflácia v Spojených štátoch sa teraz stala hlavným problémom. Trvalo 20 rokov, od r. 1952 do r. 1971, aby sa americké veľkoobchodné ceny zvýšili o menej ako 30%. Ale po r. 1971 trvalo len 11 rokov, aby sa americké ceny zvýšili o 157%! Táto vlastne mierová inflácia bola vyššia ako inflácie súvisiace s vojnou od 2. svetovej vojny (108 % počas r. 1939-1948), 1. svetovej vojny (121% počas r. 1913-1920), Občianskej vojny (118% počas r. 1861-1864), alebo vojny r. 1812 (44% počas r. 1811-1814). Najväčšia inflácia v dejinách USA od Vojny o nezávislosť nastala potom, ako Spojené štáty opustili zlato v desaťročí po r. 1971.

Že inflácia v 70. rokoch bola celosvetová, možno vidieť na cenových indexoch krajín G-7 v tabuľke 2, kde sú indexové hodnoty pre r. 1971 v porovnaní so štandardnou bázou 100 v r. 1980. Okrem Nemecka sa spotrebiteľské ceny v tomto desaťročí sedemdesiatych rokov viac ako zdvojnásobili. V Taliansku a Spojenom kráľovstve sa ceny viac ako strojnásobili. Pád peňažnej disciplíny bol celosvetový, týkal sa všetkých krajín G-7 a dokonca vo väčšej miere aj väčšiny celého zvyšku sveta.

V Spojených štátoch, tri predchádzajúce roky dvojciferej inflácie (1979-1981) vytvorili krízovú situáciu. Cena zlata dosiahla výšku 850 \$ za uncu začiatkom r. 1980 a striebro išlo na 50 \$ za uncu. 14. marca 1980 prezident Jimmy Carter vyhlásil nový program: poplatok za dovoz ropy a kontrolu úverov. Tento plán bol katastrofou a skutočná výroba zaznamenala v druhom štvrtroku prepád. V decembri 1980,

<sup>22</sup> Záležitosť "Optimálnych menových oblastí" som uviedol v práci Mundell (1961a). Európa nastúpila cestu k peňažnej integrácii na Haagskom summite v decembri 1969. V tom istom mesiaci som predstavil poslucháčom v New Yorku plán pre európsku menu, ktorý sa rozposlal v Bruseli, v dôsledku čoho som bol pozvaný na konzultácie s Európskou komisiou na vyhodnotenie alternatívnych prístupov k peňažnej únii, čo som robil v júni nasledujúceho roka. Revidovaná verzia mojej práce bola prezentovaná na Konferencii o Optimálnych menových oblastiach v Madride v marci 1970 a uverejnená v prácach z konferencie v Harry G. Johnson a Alexander K. Swoboda (1973). Moje súčasné myšlienky o optimálnej cenovej oblasti sú uvedené v Mundell (1997a, b).

mesiac pred prezidentskými voľbami, dosiahla diskontná úroková miera rekordných 21,5%! Zdalo sa, že Spojené štáty sú na pokraji finančnej katastrofy.

Pominuli sa tie dni, kedy spolu s Davidom Ricardom mohli ekonómovia pomýšľať na peniaze ako na "závoj." Existencia veľkej vlády a progresívnych daní z príjmu garantuje nie-neutralitu. Jedna cesta viedla cez fiškálny systém. S prudko progresívnymi daňovými sadzbami stúpajúcimi od nuly po 70% na federálnej úrovni a do 85% štátnych a miestnych daní, inflácia tlačila daňových poplatníkov do vyšších a vyšších daňových limitov aj pri nezmenených reálnych príjmoch. Dane sa museli platiť z úrokových príjmov dokonca aj v prípade, že celkové vysoké úrokové sadzby predstavovali prémie za infláciu. Stúpajúce dane spolu so sklonom vlády míňať vysoké marginálne výdavky viedli k zvyšujúcemu sa podielu vlády na ekonomike. Žiaden div, že trh s akciami neznášal infláciu!

**TABUĽKA 2 - SPOTREBITELKÉ CENY V KRAJINÁCH G-7, VÝBER ROKOV 1950-1998**

Krajina	1950	1971	1980	1985	1990	1998
Spojené štáty	29,2	49,1	100	130,5	158,5	197,8
Japonsko	16,3	44,9	100	114,4	122,5	134,4
Spojené kráľovstvo	13,4	30,3	100	141,5	188,7	243,6
Nemecko	39,2	64,1	100	121,0	129,4	144,8
Francúzsko	15,6	42,1	100	157,9	184,2	213,7
Taliansko	13,9	28,7	100	190,3	250,6	346,3
Kanada	28,4	47,5	100	143,0	177,9	203,7

Zdroj: *IMF International Financial Statistics* (Medzinárodný peňažný fond, rôzne roky).

Hospodárska politika orientovaná na ponuku sa začala ako alternatívny politický systém ku krátkodobým keyneziánskym a monetaristickým modelom orientovaným na dopyt. Bola založená na kombinovanej politike, ktorá priniesla cenovú stabilitu prostredníctvom peňažnej disciplíny a ekonomickej stimulácie zamestnanosti a rastu prostredníctvom daňových a regulačných systémov. Bolo to sčasti pokračovaním mojej práce na kombinovanej politike začiatkom 60. rokov.<sup>23</sup> Na jar 1974 som prečítal prednášku na konferencii o globálnom boji proti inflácii. Mudell argumentoval tým, že okamžité Zníženie o 10 miliárd \$ bolo nevyhnuté na to, aby bolo možné vyhnúť sa dokonca ešte vyšším deficitom rozpočtu podporovaných "stagfláciou," čo je smrteľná kombinácia inflácie a stagnácie, ktorú zdedil Ford od Nixona

...  
S mojím príchodom na Columbijskú univerzitu na jeseň 1974 sa "klub" tých, ktorí boli neskôr označovaní ako "zástancovia ponuky", z času na čas stretával v reštauráciách na Wall Street, aby diskutoval o ekonomickej politike a najmä tom, čo by bolo treba robiť s rastúcou infláciou a nezamestnanosťou. Záverom bolo to, že je potrebné zníženie hraničných daňových sadzieb, aby sa vytvorili výstupné iniciatívy na podporu ekonomiky a aby pevne utiahnuté peniaze vyprodukovali cenovú stabilitu.<sup>24</sup> Potreba zníženia daní a pevne utiahnutých peňazí sa stala naliehavejšou ako inflácia, ktorá sa zvýšila v 70. rokoch a inflácia, prostredníctvom "zdaňovania v progresívnej sadzbe" posúvala daňových poplatníkov do stále vyšších progresívnych sadzieb.<sup>25</sup> O krátky čas politický prebehliak Jack F. Kemp, kongresman z Buffala, pretlačil tieto idey v parlamente vo forme zákona, ktorý zaviedol daňové zníženie 30 %, pričom väčšina z neho by platila v 23-percentnom daňovom rozpätí počas troch rokov, po ktorých by nasledovala indexácia daňových sadzieb pre infláciu. Vo volebnej kampani v r. 1980 bol Kemp kandidátom na prezidenta, ale vypadol potom, ako Ronald W. Reagan súhlasil, že zahrnie Kemp-Rothov návrh zákona do svojho ekonomického programu. Po zvolení Reagana bola prvá fáza novej kombinovanej politiky zavedená so Zákom o ekonomickej obnove z r. 1981.

<sup>23</sup> V r. 1968, so začínajúcou infláciou, som naliehal (ale nie s veľkým úspechom), aby sa zaviedla prísnejšia peňažná politika v kombinácii so znížením daní, aby sa zabránilo tomu, aby sa disinflácia zvrhla na recesiu (Mundell, 1971). Ako sa ukázalo, Kongres schválil a prezident Lyndon B. Johnson podpísal v lete 1968 zákon, ktorý uložil 10-percentný "daňový príplatok." Neskôr na jeseň, komisia pre novú Nixonovu administratívu odporučila, podľa môjho názoru nesprávne, pevnú peňažnú a fiškálnu politiku. V Kanade som počas r. 1972-1974 odporučil uzákonenie "systému dane imúnnej voči inflácii", ktorý by upravil daňové sadzby tak, že by neobsahovali "zdaňovanie progresívnou sadzbou" a túto politiku zaviedla kanadská vláda v r. 1973.

<sup>24</sup> Viď Jude Wanniski (1978) a jeho opis hospodárskej politiky orientovanej na ponuku, Martin Anderson (1988) príbuzný opis Reaganovej revolúcie a Robert Bartley (1992) a jeho analýza úlohy hospodárskej politiky orientovanej na ponuku v 80. rokoch.

<sup>25</sup> Najlepší opis mojich názorov na hospodársku politiku orientovanú na ponuku na jeseň 1974 je uvedený v práci Wanniski (1974).

Medzitým sa Federálna rezerva pod vedením Paula Volckera konečne zobudila a spevnila peňažnú politiku. Po prudkej ale krátkej recesii ekonomika nastúpila cestu jednej z jej najdlhších expanzií zároveň s tým, že inflácia sa stále viac dostávala pod kontrolu. Nová politika posunula Phillipsovu krivku smerom dole a doľava, čo znamenalo, že nezamestnanosť a inflácia klesali zároveň.<sup>26</sup>

Zníženie daní malo dôsledok, a to budovanie ozbrojenia, politiku disinflácie a opätovné zvolenie Reagana. Zákon o daňovej reforme z r. 1986, druhá fáza revolúcie ponuky, znížil marginálnu daňovú sadzbu v najvyššej sadzbe na 28%, čo bola najnižšia horná marginálna sadzba od r. 1932.<sup>27</sup> Expanzia v r. 1982-90 bola dovedy druhou najdlhšou a spolu s budovaním ozbrojenia pomohla presvedčiť lídrov Sovietskeho zväzu, aby odišli z východnej Európy, ktorá si tak mohla slobodne zvoliť svoj vlastný systém.

Rast pokračoval až do deväťmesačnej recesie v r. 1990 - 1991, čo pravdepodobne stálo prezidenta George H. W. Busha opätovné zvolenie. Na jar 1991 znova nastúpila expanzia a pokračovala prinajmenšom do konca desaťročia, čím sa kombinované obdobie 1982 - 2000 stalo najväčšou expanziou v dejinách ktorejkoľvek krajiny. Počas tohto obdobia sa vytvorilo najmenej 37 miliónov nových pracovných miest! Priemerné Dowjones indexy prudko vzrástli z menej ako 750 v lete 1982 na viac ako 11 000 na prelome storočia.

Medzitým odchod Sovietskeho zväzu z východnej Európy – ako už bolo povedané, čiastočne v dôsledku úspechu hospodárskej politiky orientovanej na ponuku – umožnil zjednotenie Nemecka a priniesol so sebou obnovený impulz pre európsku peňažnú a politickú integráciu. Fiškálne výdavky spojené s výdavkami Nemecka na jeho nový štát zatrasli mechanizmom výmenných kurzov (ERM) Európskeho peňažného systému (EMS).<sup>28</sup> Niektoré krajiny opustili mechanizmus výmenných kurzov a iné si vybrali možnosť devalvácie v rámci neho. Napriek tomu, bol do 1. januára 1994 založený Európsky peňažný inštitút a v polovici r. 1998, bol založený aj jeho nástupca, Európska centrálna banka. Dňa 1. januára 1999 bolo zavedené euro u 11 členov. Začala sa nová éra v medzinárodnom peňažnom systéme.

Zavedenie eura prepisuje medzinárodnú peňažnú mapu. S eurom – po jeho zavedení druhá najdôležitejšia mena na svete – vznikol svet tripolárnej meny, ktorý zahŕňa dolár, euro a yen. Výmenné kurzy medzi týmito tromi ostrovmi stability sa stanú najvýznamnejšími cenami vo svetovej ekonomike.

Vytvorenie eura bude nepochybne viesť k jeho širokému prijatiu v strednej a východnej Európe, ako aj v bývalej frankovej zóne CFA v Afrike a pozdĺž Stredomoria. Expanziou širšej euro oblasti – počítajúc nielen meny, ktoré vznikli rozšírením Európskej únie, ale aj meny fixované na euro – nakoniec vznikne obchodná oblasť väčšia ako oblasť Spojených štátov a nevyhnutne spôsobí protipólovú expanziu dolárovej oblasti v Latinskej Amerike a čiastočne v Ázii. Pravdepodobne sa vytvoria iné menové oblasti, adaptujúce sa na miestne potreby ako príklad Európy. Ale stabilita pre blízku budúcnosť bude najlepšia zabezpečená stabilizáciou jednej z oblastí "G-3".

70. roky boli desaťročím inflácie, ale 80. roky boli desaťročím nápravy a 90. roky desaťročím pomernej stability. Experiment s flexibilnými výmennými kurzami v 70. rokoch sa začal ako katastrofa z hľadiska ekonomickej stability, ale napriek tomu naštartoval školiaci mechanizmus, ktorý by nevznikol pri jeho absencii. Lekciou bolo to, že inflácia, rozpočtové deficity, veľké dlhy a veľká vláda sú škodlivé pre verejné blaho a že náklady na ich nápravu sú také veľké, že žiadna demokratická vláda nechce tento pokus zopakovať. Na základe toho v podstate všetky rozvinuté krajiny OECD drasticky znížili svoj rozpočtový deficit a znížili mieru inflácie na tú úroveň, ktoré existovala do r. 1914 pred medzinárodným zlatým štandardom.

<sup>26</sup> Reaganova skúsenosť znamenala test aj pre Mundell-Flemingov model podľa flexibilných výmenných kurzov. Tento model vid' Mundell (1960, 1961b, 1961c, 1962, 1963, 1964) a J. Marcus Fleming (1962). Pred vývojom tohto modelu začiatkom 60. rokov neexistoval spôsob, ako analyzovať účinky peňažného alebo fiškálneho stimulu v rámci, ktorý by zohľadňoval výmenné kurzy, úrokové sadzby, platobnú bilanciu a rozpočtový deficit. Mundell-Flemingov model predpovedal, že fiškálny stimul spolu s pevnými peniazmi by viedol ku zvýšenému rozpočtovému deficitu, zvýšeniu úrokových sadzieb, prílevu kapitálu, zhodnoteniu meny a zhoršenou súčasného účtovného deficitu a obchodnej bilancie. Všetky tieto dôsledky nastali po Reaganovom fiškálnom stimule zvýšených výdavkov a prudkých znížení daňových sadzieb v období 1982-1984.

<sup>27</sup> V prvom Reaganovom funkčnom období bolo zhodnotenie dolára úspešné a dostalo infláciu pod kontrolu, ale ako sa rast na konci obdobia spomaľoval, vysoký dolár už neslúžil záujmom Spojených štátov. Posun v kombinovanej politike voči ľahším peniazom v r. 1984 a začiatkom r. 1985 znížil hodnotu dolára, ale nie dostatočne na to, aby to upokojilo administratívu. Na jeseň r. 1985, na zasadnutí G-5 v hoteli Plaza v New Yorku, päť krajín "SDR" zorganizovalo viac prepojené znehodnotenie, čím sa dolár dostal bližšie na úroveň r. 1980.

<sup>28</sup> Koncom 80. rokov Nemecko požičiavalo najmä západnej Európe okolo 4 % svojho HDP do zahraničia so zodpovedajúcim prebytkom bežného účtu. Zjednotenie Nemecka viedlo k obrovským štátnym výdavkom vo východnom Nemecku vo výške viac ako 100 miliárd \$ ročne. Tento fiškálny šok viedol k veľkému deficitu financovaného dlhopismi a vyšším úrokovým sadzbám, ktoré obrátili výtok kapitálu a internalizovali výdavky Nemecka, čím sa veľký prebytok bežného účtu zmenil na malý deficit. Aby Bundesbanka zabránila inflačnému tlaku, udržiavala úverové podmienky pevné a vzhľadom na rastúci dopyt po peniazoch, marka stúpila a potiahla so sebou aj všetky ostatné meny, ktoré boli v mechanizme výmenných kurzov. Zhodnotenie pomohlo stabilizovať nemeckú ekonomiku, ale na úkor niektorých z jej partnerov. Táto epizóda predstavovala ďalšiu skúšku Mundell-Flemingovho modelu, s podobnými výsledkami ako podľa Reagana, s výnimkou absencie účinkov rastu ponuky v Nemecku a ich prítomnosťou v Spojených štátoch.

V mnohých ohľadoch možno ekonomické výkony v 90. rokoch porovnať s výkonmi prvého desaťročia storočia. Ako vtedy tak aj teraz prinášali opatrné financie podobné výsledky. Ale v dvoch ohľadoch sú naše moderné usporiadania – chcem sa vyhnúť slovu "systém" – horšie v porovnaní s predchádzajúcim systémom: súčasná volatilita výmenných kurzov a absencia globálnej meny.

Volatilita výmenných kurzov je rušivá najmä medzi krajinami, z ktorých každá dosiahla, podľa miestnych definícií a indexov, cenovú stabilitu. Volatilita preto meria zmeny skutočných výmenných kurzov a zahŕňa dysfunkčný posun medzi domácim priemyslom a medzinárodným tovarovým priemyslom a zhoršuje nestabilitu na finančných trhoch.

Aká miera flexibility je únosná? Keď zoberieme euro ako "ducha marky," môžeme zobrať do úvahy minulé variácie v kurze marka-dolár a ako predpoveď kurzu dolár-euro v budúcnosti? Od r. 1971 do r. 1980 sa marka zdvojnásobila oproti doláru, na 1\$ = 1,7 DM; od r. 1980 do r. 1985, klesla na polovicu na 1\$ = 3,4 DM; od r. 1985 a krízou v r. 1992, sa zvýšila viac ako dvojnásobne na \$1 = 1,39; a odvtedy padla na 1\$ = 1,9 DM. Kurz marka-dolár kolísal hore a dolu o viac ako 100%, čo je taký veľký kopec volatility, pri ktorom sa zdá, že kríza ERM v r. 1992 bola len malým kopčekom. Podobné pohyby kurzu dolár-euro by Euroland zničili.

Ani pohľad na kurz yen-dolár nie je povzbudivejší. Dolár klesol z 250 yenov v r. 1985 na 79 yenov v r. 1995 a potom stúpol na 148 yenov v r. 1998 (pričom prognostici očakávali, že dosiahne hranicu 200!) a potom klesol na 105 yenov začiatkom r. 2000.

Dvadsaťte storočie už viac nezažije fixné výmenné kurzy medzi G-3. Ale je celkom možné, že v dvadsiatom prvom storočí vznikne nový medzinárodný peňažný systém. Konvergencia mier inflácie sa stala zrejmejšou, lepšie ako tá, ktorá bola spojená s časťami Bretton Woodsovskej éry, porovnateľná so samotným zlatým štandardom, ako je to uvedené v tabuľke 3.

Možno sa to zdá prítiahnuté za vlasy, ale ja verím, že vzhľadom na stupeň inflačnej konvergenencie by určitý druh peňažnej únie týchto troch oblastí nebol nemožný. Rovnaké podmienky by vyplývali zo systému fixného výmenného kurzu troch mien s dohodou o spoločnej miere inflácie a spravodlivom rozdelení podľa seniorského veku. Ak by bola takáto dohoda o fixnom výmennom kurze možná medzi krajinami, ktoré konvergovali, nebol by to taký ďaleký krok smerom k reformovanému medzinárodnému peňažnému systému so svetovými peniazmi daného druhu, ktoré boli pôvodne navrhnuté v minulosti v čase Bretton Woods.

Na záver tejto časti, aké lekcie sa možno naučiť z poslednej tretiny dvadsiateho storočia? Jednou je, že flexibilné výmenné kurzy, prinajmenšom na začiatku, nepreukázali rovnakú disciplínu ako fixné kurzy. Druhou je to, že náklady na infláciu sú oveľa vyššie vo svete s progresívnymi sadzbami dane z príjmu. Treťou je to, že sa možno dozvedieť o potrebe a prostriedkoch dosiahnutia peňažnej stability. Štvrtou je to, že kombinovaná politika môže vychýliť Phillipsovú krivku.

Skúsenosti vyvolávajú vlastnú reakciu: Platón ako inflacionista viedol k zrodeniu Aristotela, muža tvrdých peniažov. Reakcia v 80. rokoch viedla k väčšej nezávislosti centrálnych bánk. Vlády dotlačené k Maastrichtskej zmluve boli nútené znížiť rast výdavkov ako aj deficit. Hospodárska politika orientovaná na ponuku poukázala na jeden z mechanizmov ako vyžmýkať ministrov financií.

Jednu lekciiu sa však ešte stále treba naučiť. Flexibilné výmenné kurzy sú nevyhnutným zlom vo svete, kde každá krajina dosiahla cenovú stabilitu.

#### IV. ZÁVERY

Je čas vysloviť pre toto storočie určité závery. Prvým záverom je to, že medzinárodný peňažný systém závisí od konfigurácie moci krajín, ktoré ho vytvárajú. Bismarck raz povedal, že najvýznamnejšou skutočnosťou devätnásteho storočia bolo to, že Anglicko a Amerika hovorili rovnakým jazykom. V rovnakom ponímaní bol najvýznamnejšou skutočnosťou dvadsiateho storočia vznik Spojených štátov ako superveľmoci. Napriek neuveriteľnému rastu produkcie zlata začal platiť Greshamov zákon<sup>29</sup> a dolár vytlačil zlato ako základné medzinárodné peniaze.

Prvej tretine ekonomiky dvadsiateho storočia dominovala konfrontácia Federálneho rezervného systému so zlatým štandardom. Zlatý štandard padol v 1. svetovej vojne a jeho obnovenie v 20. rokoch vytvorilo defláciu v 30. rokoch. Ekonómovia vinili zlatý štandard namiesto jeho zlého zvládnutia a prešli od medzinárodnej automatickej zmeny k národnému manažmentu. Samotná Veľká depresia viedla k totalitarizmu a k 2. svetovej vojne.

<sup>29</sup> Greshamov zákon dobre poznali už starí Gréci a tento bol humorne použitý aj v Aristofanovej hre, Žaby. Pre súčasnú analýzu, viď Mundell (1998).

**TABUĽKA 3 – MIERY INFLÁCIE VO VEĽKEJ TROJKE**

	1995	1996	1997	1998	1999		
					I	II	III
Spojené štáty	2,8	2,9	2,3	1,6	1,7	2,1	2,3
Japonsko	-0,1	0,1	1,7	0,6	-0,1	-0,3	0,0
Európska oblasť*	1,8	1,5	1,8	1,0	0,8	1,0	1,1

Zdroje: IMF International Financial Statistics (Medzinárodný peňažný fond, Január 2000, str. 57).

\* Nemecký index životných nákladov na r. 1995-1998, Index spotrebiteľských cien Európskej peňažnej únie pre r. 1999.

Druhej tretine dvadsiateho storočia dominoval rozpor medzi národným makroekonomickým manažmentom a novým medzinárodným peňažným systémom. V novom systéme Spojené štáty fixovali cenu zlata a iné hlavné krajiny fixovali svoje meny na konvertibilný dolár. Ale národný makroekonomický manažment zabránil fungovaniu medzinárodného mechanizmu úpravy a systém sa zrútil začiatkom 70. rokov, keď Spojené štáty prestali fixovať cenu zlata a druhé krajiny prestali fixovať dolár.

Posledná tretina dvadsiateho storočia sa začala deštrukciou medzinárodného peňažného systému a vákuum nabudilo úradníkov a akademikov, aby začali hľadať "štruktúru." V 70. rokoch volali hlasy po "novom medzinárodnom peňažnom poriadku" a v 90. rokoch po "novej medzinárodnej peňažnej architektúre." Starý systém bol jedným zo spôsobov zvládnutia problému inflácie na multilaterálnej úrovni. Flexibilita znamenala, že každá krajina si kontrolovala infláciu na svojej vlastnej úrovni. Inflácia bola počiatočným výsledkom, ale mechanizmus poučenia postupne naučil generáciu monetárnych úradníkov o výhodách stability a koncom storočia sa vo všetkých bohatých a mnohých chudobných krajinách opäť začala presadzovať fiškálna opatrnosť a kontrola inflácie.

Dnes tvorí dolár, euro a yen tri ostrovy peňažnej stability, čo predstavuje veľké zlepšenie oproti 70. a 80. rokom. Ešte však existujú dve nevyriešené záležitosti. Najdôležitejšou je dysfunkčná volatilita výmenných kurzov, ktorá by mohla znepříjemniť medzinárodné vzťahy v čase krízy. Druhou je absencia medzinárodnej meny.

Storočie sa skončilo s horším medzinárodným peňažným systémom než bol ten, s ktorým sa začalo, ale ktorý sa oveľa zlepšil oproti situácii, ktorá existovala len pred dva a pol desaťročiami. Ostáva ešte pozrieť sa, odkiaľ príde vedenie a či bude obnovenie medzinárodného peňažného systému kompatibilné s konfiguráciou moci svetovej ekonomiky. Určite by to prispelo k svetovej harmónii.

NADÁCIA

## REFERENCIE

- Anderson, Martin. *Revolúcia*. New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1988.
- Hartley, Robert. *Sedem tučných rokov*. New York: Free Press, 1992.
- Cassel, Gustav. *Obnovenie zlata ako univerzálneho peňažného štandardu (1925)*. - . Povojnová peňažná stabilizácia. New York: Columbia University Press, 1928.
- Evans, Rowland a Novak, Robert. *Reaganova revolúcia*. New York: E. P. Dutton, 1981.
- Fleming, J. Marcus. "Domáca finančná politika v podmienkach fixných a pružných výmenných kurzov." *IMF Staff Papers*, November 1962, 9(3), str. 369-79.
- Medzinárodný peňažný fond. *Medzinárodná štatistická ročenka IMF*. Washington, DC: Medzinárodný peňažný fond, 1988.
- *Medzinárodná finančná štatistika IMF*. Washington, DC: Medzinárodný peňažný fond, rôzne roky.
- Jastram, Roy. *Striebro: Nestály kov*. New York: Wiley, 1981.
- Johnson, H. Clark. *Zlato, Francúzsko a Veľká depresia, 1919-1932*. New Haven, CT: Yale University Press, 1997.
- Johnson, Harry G. a Swoboda, Alexander K., eds. *Ekonomika spoločných mien*. Londýn: George Allen & Unwin Ltd., 1973, str. 114-32.
- Keynes, John Maynard. *Pojednanie o peňažnej reforme*. London: Macmillan, 1923.
- Mundell, R. A. „Peňažná dynamika medzinárodnej úpravy v podmienkach fixných a pružných výmenných kurzov." *Quarterly Journal of Economics*, May 1960, 84(2), str. 227-57.
- "Teória optimálnych menových oblastí." *American Economic Review*, September 1961a, 57(4), str. 657-65; opätovne publikované v Mundell (1968).
- "Flexibilné výmenné kurzy a politika zamestnanosti." *Canadian Journal of Economics and Political Science*, November 1961b, 27(4), str. 509-17; opätovne publikované v Mundell (1968).
- „Medzinárodný nerovnovážny systém." *Kyklos*, 1961c, 14(2), str. 154—72; opätovne publikované v Mundell (1968).
- "Vhodné využitie peňažnej a fiškálnej politiky pre internú a externú stabilitu." *IMF Staff Papers*, Marec 1962, 9(1), str. 70-79.
- "Mobilita kapitálu a politika stabilizácie v podmienkach fixných a flexibilných výmenných kurzov." *Canadian Journal of Economics and Political Science*, November 1963, 39(4), str. 475-85; opätovne publikované v R. Caves a H. Johnson, eds., *Údaje v medzinárodnej ekonomike*. Burr Ridge, IL: Richard D. Irwin, Inc. (pre American Economic Association), 1967, str. 487-99.
- "Odpoveď: Mobilita kapitálu a veľkosť." *Canadian Journal of Economics and Political Science*, August 1964, 30(3), str. 421-431; opätovne publikované v Mundell (1968).
- „Dolár a kombinovaná politika: 1971." *Essays in International Finance*, Princeton University, Máj 1971, (85), str. 1-28.
- *Budúcnosť medzinárodného finančného systému*," v A. Acheson, J. Chant, a M. Prachowny, eds., *Bretton Woods revisited*. Toronto: University of Toronto Press, 1972, str. 91-104.
- „Medzinárodný peňažný systém: Chýbajúci faktor." *Journal of Policy Modeling*, Október 1995, 27(5), str. 479-92.
- "Jacques Rueff a medzinárodný peňažný systém," v *Actualite de la pensee de Jacques Rueff*. Kolokvium, ktoré sa konalo pri príležitosti stého výročia narodenia Jacquesa Rueffa, Paríž, 7. novembra 1996.
- "Aktualizácia programu pre peňažnú reformu," v Mario I. Blejer, Jacob A. Frankel, Leonardo Leiderman, Assaf Razin (a v spolupráci s Davidom M. Cheneyom), eds., *Optimálne menové oblasti*. Washington, DC: Medzinárodný peňažný fond, 1997a.
- *Medzinárodný peňažný systém v 21. storočí: Môže zlato zažiť comeback?* Latrobe, PA: Center for Economic Policy Studies, St. Vincent College, 1997b.
- "Využitie a zneužitie Greshamovho zákona v dejinách peňazí." *Zagreb Journal of Economics*, 1998, 2(2), str. 3-38.
- Neikirk, William R. *Volcker: Portrét peňažného človeka*. New York: Congdon & Weed, 1987.
- Reid, Whitelaw. *Najväčšia skutočnosť v moderných dejinách*. New York: Crowell, 1907.
- Wanniski, Jude. "Je čas znížiť dane." *Wall Street Journal*, 11. decembra 1974.
- *Spôsob, akým funguje svet*. New York: Basic Books, 1978.
- Young, John Parke. *Európska mena a financie*. Washington, DC: U.S. Government Printing Office, 1925.