

ROBERT A. MUNDELL

## A HUSZADIK SZÁZAD ÚJRAGONDOLÁSA

*Robert A. Mundell, aki 1932-ben, Kanadában született, 1974 óta a Columbia Egyetem professzoraként dolgozik. 1999-ben kapta meg a Nobel-díjat a különböző árfolyamrendszerekben működő pénzügyi és költségvetési politikák és az optimális valutaövezetek elemzéséért. Ezt az előadást – amely írásban 2000 júliusában, az American Economic Review folyóiratban jelent meg – a Nobel-díj átvétele alkalmából tartotta 1999. december 8-án.*

A huszadik század a szélsőségek százada volt. A század elején folytatódott ugyan a tizenkilencedik századi béke és nyugalom, ám a vihar előtti csendet az első világháború, a kommunizmus, a hiperinfláció, a fasizmus, a világgazdasági válság, a népiirtás, a második világháború, az atombomba, valamint Kelet-Európa megszállása követte. A viszonylagos stabilitás csak a hidegháború, a kölcsönös elrettentés, a NATO és a dekolonializáció által fémjelzett korszakban köszöntött be újra. A hidegháború a század utolsó évtizedére véget ért, a Szovjet birodalom összeomlott, Kelet-Európa a demokrácia útjára lépett, a Pax Americana virágzásnak indult, illetve megszületett az euró. A huszadik század megértésének kulcsa a keretében rejlik, azaz a század első és utolsó évtizede közti kapcsolatban.

Whitelaw Reid, az Egyesült Államok brit nagykövete 1906-ban előadást tartott a Cambridge-i Egyetemen „A modern történelem legjelentősebb ténye” címmel. A diplomata (aki egyben újságíró és politikus is volt) előadásának témája az Egyesült Államok felemelkedése és gyors fejlődése volt. Bár akkoriban nyilván lehetett vitatni, hogy az Egyesült Államok felemelkedése valóban a világtörténelem legjelentősebb ténye-e vagy sem, az azonban jól látszott, hogy az egykori kis gyarmat mindössze két évszázad leforgása alatt a világ legnagyobb gazdaságává nőtte ki magát. A század első évtizedében már érzékelhető volt Amerika óriási túlsúlya, az utolsó évtized pedig ezt minden kétséget kizáróan igazolta is. Nyugodtan felejtjük el az 1914 és 1989 között eltelt 75 esztendőt!

Mai előadásom egyik mögöttes vonulata az Egyesült Államok szerepe a sokak által találón „Amerika századának” nevezett huszadik században. Elsősorban azt kívánom kidomborítani, hogy a pénzügyi tényezők milyen fontos szerepet játszottak a politikai események alakításában. Érvélem szerint a század politikai változásainak jelentős részét olyan pénzügyi zavarok okozták, amelyeket annak ellenére sem értünk tökéletesen, hogy egyenes következményei az Egyesült Államok felemelkedésének, illetve az amerikai jegybank szerepét betöltő Szövetségi Tartalékrendszer által elkövetett hibáknak. (A Szövetségi Tartalékrendszer – FED – az Egyesült Államokban a jegybank szerepét tölti be – a ford.)

A huszadik század elején létezett egy igen hatékony nemzetközi pénzügyi rendszer, amelyet az első világháború tönkretett, elhibázott újjáélesztése a két világháború között pedig hozzájárult a nagy világgazdasági válság kirobbanásához, Hitler hatalomra kerüléséhez, valamint a második világháború kitöréséhez. A Bretton Woods-

ban létrehozott rendszer már sokkal jobban függött a Szövetségi Tartalékrendszer dollárpolitikájától mint az arany fegyelmező erejétől. Miután a dollár és az arany közti kapcsolatot végleg elválták a hetvenes évek elején, a Szövetségi Tartalékrendszer belekeveredett az Egyesült Államok történetének legsúlyosabb inflációs epizódjába. A század végén beindult újratanulási folyamat révén azonban kialakult egy olyan rendszer, amely magába foglalja a század eleji rendszer néhány előnyét.

A századot feloszthatjuk három, közel egyenlő hosszúságú szakaszra. Az első, 1900-tól 1933-ig tartó szakasz a nemzetközi aranystandardról szól, illetve annak összeomlásáról, húszas évekbeli elhibázott újjáélesztésről, valamint a harmincas évek eleji végleges bukásáról. A második szakasz 1934 és 1971 közé tehető, a dollár leértékelésétől, illetve a 35 dolláros arányár megállapításától a dollár aranyalapról való levételéig tart. A század harmadik, 1972-től napjainkig tartó szakaszának nyitánya a bretton woods-i rendszer összeomlása és a rugalmas árfolyamrezsimek kialakulása. A hetvenes években a magas infláció és stagnálás, a nyolcvanas években a kínálatoldali közgazdaságtan diadalútja, a kilencvenes években pedig a monetáris stabilitás visszatérése és az euró megszületése jellemezte e szakaszt. Századvégi pénzügyi rendszerünknek azonban sok hiányossága van a század elejihez képest, így akad bőven teendőnk a következő évtizedekben.

## I. AZ ARANYSTANDARD FÉLREKEZELÉSE

A nemzetközi aranystandard zökkenőmentes működése a huszadik század elején jelentősen megkönnyítette a kereskedelmet, valamint a nemzetközi fizetéseket és tőkemozgásokat. A rendszer beépített automatikus egyensúlymechanizmusa fix árfolyamok mellett biztosította a fizetési mérlegek egyensúlyát. Az inflációs illetve deflációs ráták alacsonyak voltak és általában kiegyenlítették egymást, így az egyes nemzeti valuták hosszú távon értékállóknak bizonyultak (bár nincs kizárva, hogy a globális árszínvonal alakulása igazodott valamilyen trendhez). A rendszer magas szintű monetáris integrációt és stabilitást biztosított a világ országai számára.

A nemzetközi pénzügyi rendszerek azonban sohasem tekinthetők statikusnak, folyamatosan alkalmazkodniuk kell a világgazdaság erőcentrumainak változásaihoz. Aranyon, ezüstön, esetleg mindkét fémén egyszerre nyugvó pénzügyi standardok leginkább olyan decentralizált világgazdasági rendszerben működnek, amelyben automatikusan végbemegy a kiigazodás. Az első világháború előtti néhány évtizedben azonban a nagyhatalmak jegybankjai elkezdtek oligopolistaként viselkedni. A rendszer hatékonysága és stabilitása egyre nagyobb mértékben függött néhány nagyhatalmú jegybank diszkrecionális lépéseitől, és ezt a tendenciát nagyságrendekkel felerősítette a Szövetségi Tartalékrendszer létrehozása 1913-ban. A Szövetségi Tartalékrendszert irányító Tanács egy olyan gazdasági és pénzügyi hatalmat központosított, amely immár háromszor akkora volt, mint a legközelebbi vetélytársaié, Nagy Britanniáé vagy Németországé. Az aranystandard és a Szövetségi Tartalékrendszer története így egyre jobban összefonódott.

Az első világháború instabillá tette az aranyat. A hadviselő európai államok túlköltekezése révén felborult az aranystandard, az arany az Egyesült Államokba áram-

lott, ahol az újonnan létrejött Szövetségi Tartalékrendszer törvényes fizetési eszközzé tette, ezáltal megduplázva a dollár árszínvonalat és megfelezve az arany reálértékét<sup>1</sup>. Az instabilitás folytatódott a háború után is: a Szövetségi Tartalékrendszer az 1920–21-es recesszió<sup>2</sup> idején erőteljesen leértékelt a dollárt, így az árszínvonal (és az arany ára) 60 százalékkal közelebb került a háború előtti egyensúlyi szinthez. A Szövetségi Tartalékrendszer egészen 1929-ig tartotta ezt a szintet.

Időközben a világ többi része Németország, Nagy Britannia és Franciaország vezetésével visszatért az aranyalapra. A globális (dollárban kifejezett) árak azonban továbbra is 40 százalékkal magasabbak voltak a háború előtti egyensúlyi árszínvonalnál, ezért az aranytartalékok reálértéke arányosan kisebb volt. A monetáris arany ráadásul rendkívül egyenlőtlenül oszlott meg, fele az Egyesült Államok birtokát képezte. A nehézségeket csak tetézte, hogy az árfolyamok, illetve az aranyban meghatározott háborús jóvátételek körüli bizonytalanságok növelték a keresletet az aranytartalékok iránt. Logikus feltételezés, hogy ilyen körülmények között az aranystandardra való visszatérés által kiváltott további aranykereslet-növekedés deflációhoz vezetne. Annak idején mégis kevés közgazdász gondolta így.<sup>3</sup> A kivételek közé tartozott a francia *Charles Rist*, az osztrák *Ludwig von Mises* és a svéd *Gustav Cassel*<sup>4</sup>.

Casselnek (1925) már azelőtt határozott véleménye volt, mielőtt a britek visszatértek volna az aranyalapra:

„Magától értetődő, hogy az aranystandard nem képes egy ország általános árszínvonalának nagyobb stabilitást biztosítani, mint amilyen a arany értéke rendelkezik. Amennyiben az aranystandard visszaállítására irányuló erőfeszítéseink célja, hogy stabil általános árszínvonalat hozzunk létre, úgy törekvéseinket ki kell egészíteni olyan intézkedésekkel, amelyek, amennyire csak lehet, állandó szinten tartják az arany értékét [...] Az aranykitermelés jelenlegi állapotát alapul véve bizton állítható, hogy viszonylag rövid időn, talán egy évtizeden belül a növekvő kereslet révén véget ér a jelenlegi aranybőség, és e nemesfém szűkössé válása csökkenő árakhoz fog vezetni.”

Az aranystandard visszaállítása után Cassel továbbvitte érvelését, és arra figyelmeztetett, hogy a válság elkerülése érdekében csökkenteni kell az arany szerepét a pénzügyekben. 1928-ban a következőket írta:

„Korunk egyik legnagyobb kihívása, hogy miképpen hidaljuk át a megnövekedett aranykereslet és a csökkenő kínálat miatt fenyegető aranyhiányt. E nehézséget úgy kell megoldanunk, hogy módszeresen visszafogjuk az arany iránti monetáris keresletet. Csak így remélhetjük, hogy el tudjuk kerülni az általános árszínvonal tartós esését és az ezzel óhatatlanul együtt járó világválságot.”<sup>5</sup>

Ristnek, von Mises-nek és Casselnek végül igaza lett. A húszas évek végén már érezni lehetett a defláció előszelét: az agrártermékek és a nyersanyagok árai csökkenésnek indultak. A Wall Street 1929-es összeomlása volt a következő tünet, és 1930-ban kezdetét vette az általános defláció. A defláció egyetemes, bár egyenlőtlen voltát jól mutatja a nagykereskedelmi árak 1929 és 1931 szeptembere (Nagy Britannia ekkor adta fel az aranystandardot) között bekövetkezett csökkenése. Japánban 40,5 százalékkal, Hollandiában 38,1 százalékkal, Belgiumban 31,3 százalékkal, Olaszországban 31,0 százalékkal, az Egyesült Államokban 29,5 százalékkal, az Egyesült Királyságban 29,2 százalékkal, Kanadában 28,9 százalékkal, Franciaországban 28,3 százalékkal, Németországban pedig 22,0 százalékkal estek az árak<sup>6</sup>.

A dollárban kifejezett árszínvonal 1932–33-ban volt a mélyponton. Az 1914 és 1934 közti fontosabb évek árszínvonalát az 1. táblázat tartalmazza.

1. táblázat - Az amerikai árszínvonal alakulása 1914–1933 (1930=100)

1914	1920	1921	1928	1931	1933
78,4	178,7	113,0	112,1	84,1	76,2

Forrás: Wholesale Price Index, U.S. Bureau of Labor Statistics. Jastram (1981: 206, 21. táblázat)

Közgazdászok évtizedeken át próbálták megfejteni, hogy mi is okozhatta a harmincas évek deflációját és válságát. A téma hatalmas irodalma azonban inkább csak vitákat szült, kevés kérdést világított meg egyértelműen. A viták egyik sarokpontja, hogy a válságot vajon az aggregált kereslet változása, vagy a pénzkínálat hirtelen csökkenése idézte-e elő. A válasz nyilván az, hogy mindkettő szerepet játszott. Sem a monetarista, sem a keynes-i elmélet nem lett volna képes arra, hogy megjósolja a pénzkínálat vagy az aggregált kereslet hirtelen csökkenését. Mindkét elmélet alapját rövid távú, zárt gazdaságot feltételező modellek alkotják, és így képtelenek lettek volna figyelembe venni az aranystandard által a világháború során, illetve azt követően okozott külső sokkokat. Ha viszont elfogadjuk azt a nézetet, hogy az aranystandard felélesztése deflációhoz vezet, akkor a válságot is előre láthattuk volna, mint ahogy például Cassel is megjósolta.

Az aranystandard már a defláció kezdetén is szorult helyzetben volt, de válságba akkor került igazán, amikor 1931 tavaszán a legnagyobb közép-európai bank, a bécsi Creditanstalt csődöt jelentett. Ezzel kezdetét vette egy láncreakció, a csődhullám hamar áterjedt Európa más országaira is. A német hatóságok deflációs monetáris politikával, illetve adminisztratív ellenőrzések bevezetésével reagáltak, Nagy-Britannia pedig 1931. szeptember 21-én levette a fontot az aranyalapról. E lépésben azonban Ausztrália, Brazília, Chile, Új Zéland, Paraguay, Peru, Uruguay, illetve Venezuela is megelőzte a briteket, míg Ausztria, Kanada, Németország és Magyarország adminisztratív ellenőrzést vezetett be. Később további országok is követték a brit példát.

Az Egyesült Államok azonban ragaszkodott az aranystandardhoz. Bár az USA-ban a monetáris politika súlypontját örvendetes módon ekkor már az árstabilitás biztosítása képezte, a harmincas évek végén mégis az aranyalap fenntartása került előtérbe. Az időzítés alig lehetett volna rosszabb.

A Szövetségi Tartalékrendszer ahelyett, hogy a rendszer likviditását biztosította volna, úgy döntött, hogy a végsőig védelmezi az aranystandardot. Miután a britek feladták az aranyalapot, a Szövetségi Tartalékrendszer két lépésben 1,5 százalékról 3,5 százalékra emelte a rediszkontrátát, ezzel súlyosbítva a bankválságot és a deflációval terhelt recessziót. Mint láttuk, a nagykereskedelmi árak 35 százalékkal estek 1929 és 1933 között.

A pénzügyi defláció költségvetési sokkok révén terebélyesedett gazdasági válsággá. A Smoot-Hawley-féle vámtörvény, illetve az arra adott külföldi ellenlépések jelentették az első ilyen sokkot: 1929 és 1933 között az Egyesült Államok importja 30 százalékkal, exportja pedig 40 százalékkal esett vissza. A költségvetési

egyensúly jegyében 1932. június 6-án a demokrata többségű kongresszus jóváhagyta, Herbert Hoover elnök pedig aláírta az 1932-es adótörvényt, amely az Egyesült Államok történetének legnagyobb békeidőben elrendelt adóemelését léptette hatályba. A munkanélküliség 1933-ban a gazdaságilag aktív népesség 24,9 százalékán tetőzött, a GDP folyó áron 57, reálértékben 22 százalékkal csökkent<sup>7</sup>.

A bankválság is egyre terebélyesedett. Míg a húszas években átlagosan 500 banksőd volt évente, addig 1930-ban 1350, 1931-ben 2293, 1932-ben pedig 1453. Franklin D. Rooseveltnél egyik első intézkedéseként 1933 márciusában aranyexport-embargót vezetett be, április 20. után pedig lehetővé tette a dollár leértékelődését.

Az 1930-as évek deflációja tulajdonképpen megtette azt, amit az 1920–21-es recesszióknak nem sikerült: korrigálta a háború során bekövetkezett árszínvonal-emelkedést. Ha egy ország feladja az aranyalapot, akkor csökken az arany reálértéke és növekszik az árszínvonal az aranyalaphoz ragaszkodó országokban. Ha egy ország aranyalaphoz helyezi valutáját, növekszik az arany reálértéke, az árszínvonal pedig csökken. Az arany harmincas években bekövetkezett felértékelődése az első világháború során bekövetkezett leértékelődés tükörképe volt. Az 1934-es és az 1914-es dollár-árszínvonalak azonosak voltak<sup>8</sup>. A harmincas évek deflációját tehát nem tekinthetjük a kapitalizmus válságának, ahogy a marxisták előszeretettel hangoztatják, hanem sokkal inkább egy korábban is létező, és ezáltal előre jelezhető jelenség folytatásának: ez történik, ha országok monetáris standardot váltanak. A harmincas évek deflációjának előzményei az 1780-as, 1820-as, illetve 1870-es években kerekedtek.

Milyen ítéletet mondhatunk hát a század első harmadáról? Az egyik, hogy a Szövetségi Tartalékrendszer rendkívül következetlenné bizonyult némely kritikus döntés meghozatalában. Épp 1914 és 1921 között ragaszkodott az aranystandardhoz, amikor az arany ára meglehetősen instabil volt. A húszas években helyesen az árstabilitást helyezte előtérbe, ám a lehető legrosszabb pillanatban mégis visszatért az aranyalap védelméhez. Igen szerencsétlen, hogy a fontos jegybankok közül pont a legkevesebb tapasztalattal rendelkezőnek (az „új fiúnak”) adatott meg, hogy egyedül is képes legyen az egész rendszer irányítására.

Az európai gazdaságok sem ártatlanok. Ők változtatták meg a status quo-t azzal, hogy a lehetséges következmények mérlegelése nélkül tértek vissza az aranyalaphoz. Nem figyeltek a történelmi leckére, nevezetesen, hogy bármilyen nemesfém alap kollektív bevezetése vagy feladása inflációhoz, illetve deflációhoz vezet. A nagy háború során a világ vezető pénzügyi hatalmában felütötte fejét az infláció, ennek megfelelően az arany alulértékeltté vált. Ilyen előzmények után csak akkor lehetséges stabil árak mellett visszatérni az aranystandardhoz, ha növekszik az arany ára, ez azonban nem történt meg. Az európai országok jobban jártak volna, ha megfogadják *Keynes* tanácsát, és feláldozzák az aranystandard jelentette fix árfolyamokat a stabil termékárakért cserébe.

Ha az arany árát megemelték volna a húszas évek végen, vagy a jegybankok az aranystandardhoz való ragaszkodás helyett az árstabilitást helyezték volna előtérbe, nem lett volna nagy világgazdasági válság, náci fordulat, vagy második világháború.

## II. GAZDASÁGPOLITIKA A DOLLÁRSTANDARD KORÁBAN

Egy évnyi rugalmas árfolyamok után az Egyesült Államok 1934 áprilisában, a dollár leértékelését<sup>9</sup> követően, visszatért az aranyalapra<sup>10</sup>. A dollár aranyértéke 40,94 százalékkal csökkent, a hivatalos aranyár pedig 69,33 százalékkal nőtt, unciánként 35 dollárra. Mennyire más lett volna a történelem, ha Herbert Hoover elnök három évvel korábban megtette volna ezt lépést!<sup>11</sup>

Franciaország tartotta az aranyparitását és csak 1936-ban értékelte le a frankot. Két másik fontos eseményre is sor került azonban abban az évben. Egyrészt megjelent Keynes *Általános elmélete*, másrészt pedig az Egyesült Államok, Nagy Britannia és Franciaország aláírt egy háromoldalú megállapodást. Keynes műve új elméleti alapot teremtett a nemzetgazdaságok gazdaságpolitikája számára, a háromoldalú megállapodás pedig a Bretton Woods-i egyezmény előfutáraként lefektette egy új nemzetközi pénzügyi rendszer néhány alapvető árfolyampolitikai szabályát.

A két esemény közti ellentmondás már-már iróniába hajlik. Míg a közgazdászok körében egyre elfogadottabbá vált a keynesi gazdaságpolitika, addig a világgazdaság szintjén egy ezzel össze nem egyeztethető rögzített árfolyamrendszer megvalósításába kezdtek bele.

Az új rendszer, amelyet 1944-ben Bretton Woods-ban ratifikáltak, előírta az országok számára, hogy fix aranyparitást határozzanak meg valutáik számára, illetve egymás közt rögzített árfolyamokat tartsanak fenn. Az új struktúra nagyban eltért a jó öreg aranystandardtól, elsősorban az Egyesült Államok aszimmetrikus szerepe miatt. Egy különleges záradék<sup>12</sup> elvben bármely ország számára lehetővé tette, hogy a rögzített árfolyamok fenntartása helyett az arany árát rögzítse. Ám mivel a dollár volt az egyetlen aranyhoz kötött valuta, ezért csak az Egyesült Államok volt abban a helyzetben, hogy élni is tudjon ezzel a lehetőséggel. Így egy olyan aszimmetrikus rendszer jött létre, amelyben az Egyesült Államok aranyhoz kötötte valutáját, a többi ország pedig a dollárhoz<sup>13</sup>. Egy másik fontos különbség az aranystandardhoz képest, hogy egyik ország valutája sem volt igazán aranyalapon, még a dollár sem. Az ellentmondás abból fakadt, hogy az Egyesült Államok óriási gazdasági túlsúlya révén képes volt arra, hogy befolyásolja a világpiaci árszínvonalat, és így az arany árát is. A dollár tehát nem tekinthető hagyományos értelemben aranyhoz horgonyzott valutának, hiszen az arany már csak egy szereplője volt a rendszernek sok közül.

Új monetáris rendszernek tekinthetjük hát a bretton woods-it? Kezdetben, a tervezési fázisban még annak szánták. Mind a brit, mind az amerikai tervek rendelkeztek egy világpénz létrehozataláról: John Maynard Keynes „bancor”-nak, *Harry Dexter White* pedig „unitas”-nak hívta volna. Az előremutató ötletekből azonban nem lett semmi, az amerikaiak minden bizonnyal tartottak attól, hogy egy globális valuta veszélyeztetné a dollár hegemoniáját<sup>14</sup>. Nem beszélhetünk tehát bretton woods-i „rendszerrel”, hanem csak bretton woods-i „rendről”<sup>15</sup>, amely írásba foglalta a de facto létező rendszer alapvonalait.

A második világháború során szinte megismétlődött az első világháborúban tapasztalt pénzügyi instabilitás. A dollár 1934-es leértékelése, illetve a gyülekező európai viharfelhők biztos befektetéssé tették az amerikai valutát. Az amerikai hadieszközökért a szövetségesek arannyal fizettek. Az Egyesült Államok sterilizálta az arany-

importot és árellenőrzést vezetett be, így lehetővé vált a költségvetési túlköltekezés anélkül, hogy veszélyeztetné az aranyalap stabilitását. Ebben a „dollárhiányos” korban az arany még mindig túlértékelt volt, ami hihetetlenül alacsony szinten tartotta a kamatlábakat. Az államadósság 1945-re elérte a hazai össztermék 125 százalékát.

A háború végén az árak felszabadítása, a halasztott kereslet kiengedése, illetve a Szövetségi Tartalékrendszer kötvénypiacot erősítő expanzív monetáris politikája révén az amerikai árszínvonal megduplázódott. A háború utáni infláció megfelezte az államadósság reálértékét, növelte az adóbevételeket a sávhatárok elinflálása révén (a jövedelemadó-rendszer erős progresszivitását jól jellemzi, hogy a felső sáv 92,5 százalékos volt!), megfelezte az arany reálértékét, ezáltal megszüntetve túlértékelttségét. A koreai háborút kísérő infláció, illetve az infláció „rendes” beállása révén az arany végül alulértékelté vált.

Eközben Németország és Japán a megszálló amerikai hatóságok felügyelete alatt valutareformot hajtott végre, nem sokkal a papírpénz-infláció hatásainak kiheverése után. Mindkét reformra 1948-ban került sor, a régi valuta tíz egységét egy egység új valutára váltották, illetve meghatározták az árfolyamokat is: 4,2 német márka, illetve 360 japán jen ért 1 dollárt. Később bebizonyosodott, hogy ezek az árfolyamok jócskán alulértékelték a német és japán munkaerőt. A két gazdaság hihetetlen szárnyalásnak indult a háború után, és letaszították Nagy Britanniát és Franciaországot a dobogóról, mint a világ második és harmadik legnagyobb gazdaságát.

Az amerikai makrogazdasági politikát egészen a hatvanas évekig a zárt gazdaságokra vonatkozó elvek határozták meg, és nem a nemzetközi pénzügyi rendszer követelményei. A költségvetési és a monetáris politikát a belső egyensúly biztosítása vezérelte, a fizetési mérleget pedig gyakorlatilag figyelmen kívül hagyták. Az Egyesült Államok aranytartaléka 1949-ben több, mint 700 millió unciát tett ki, ami nagyjából a globális tartalékok háromnegyedének felelt meg. A csökkenés az ötvenes évek elején indult meg, a Szövetségi Tartalékrendszer azonban államkötvény-vásárlással mindig sterilizálta az aranyeladások pénzkínálatra gyakorolt hatását. Az aranyeladást kezdetben a világ aranytartalékainak egészséges újraelosztásaként fogták fel, ám később, az ötvenes évek végétől egyre nőtt az ellenzők tábora.

A Szövetségi Tartalékrendszer a bankjegyek és a betétek 25 százalékának erejéig volt köteles aranyfedezetet biztosítani (1945-ben még 40 százalék volt az arány). Ha az aranytartalékok e szint alá süllyedtek, akkor kamatot kellett emelni. Ha a tartalékok nagysága elérte a minimális szintet, akkor az Egyesült Államok rákényszerült volna arra, hogy figyelembe vegye a fizetési mérleg jelentette korlátot, mint bármely normális állam. A monetáris és költségvetési politika megfelelő keverékének kérdése John F. Kennedy elnök 1961-es hivatalba lépése után került előtérbe.

Ezen a ponton magam is bekapcsolódtam a történetbe: 1961 őszén kerültem a Nemzetközi Valutalap (IMF) kutatási osztályához, ahol első feladatomban a monetáris és költségvetési politikák elegyének elméleti vizsgálata volt<sup>16</sup>. Akkoriban, nem sokkal a szputnyik fellövése után, a legnagyobb gazdasági kihívást az Egyesült Államok Európához és Japánhoz viszonyított lassabb növekedése és alacsonyabb foglalkoztatási szintje jelentette (vagyis pont a mai helyzet fordítottja). A folyó fizetési mérleg hiánya is egyre aggasztóbb mértéket öltött. Három elméleti irányzat is

elkezdett foglalkozni a kérdéssel. A keynesiánusok az elnök vezető gazdasági tanácsadója, *Leon Keyserling* irányításával a pénzügyi lazítás és a kormányzati kiadások növelése mellett szálltak síkra. A Kereskedelmi Kamara a költségvetési megszorítás és a szigorúbb monetáris politika mellett érvelt. Az elnök gazdasági tanácsadó testülete a Samuelson-Tobin-féle neoklasszikus szintézist követve egyrészt alacsony, a növekedést serkentő kamatlábakat, másrészt a felesleges likviditás felszívása és ezáltal az infláció visszaszorítása érdekében szufficites költségvetést szorgalmazott.

Elemzésemben azt bizonyítottam, hogy a fenti három megoldás közül egyik sem működőképes, és csak távolabb vinnék a gazdaságot az egyensúlytól. A megfelelő gazdaságpolitika véleményem szerint egyrészt foglalkoztatást emelő adócsökkentésből, másrészt a fizetési mérleget javító szigorú monetáris politikából kellett volna, hogy álljon. Tanulmányomat az IMF 1961 novemberében eljuttatta a tagállamoknak, illetve 1962 márciusában megjelent az IMF Staff Papers-ben.

Időközben egyre nyilvánvalóbbá vált, hogy a Kennedy-kormány gazdaságpolitikája nem működik. A különböző tünetek, mint például az acélipari dolgozók sztrájkja, a tőzsde mélyrepülése, illetve a gazdasági stagnálás mind azt jelezték, hogy a nem megfelelő politikák egyre távolabb viszik a gazdaságot az egyensúlytól. Kennedy ezért 1962 végén új gazdaságpolitikát jelentett be, aminek két fő elemét a gazdaságot felpörgető adócsökkentések, illetve a folyó fizetési mérleg javítását célzó kamatemelések jelentették. Bár a törvényhozási hercehurca miatt az adócsökkentések csak 1964 nyarától léptek életbe, a várakozások átalakulása révén a gazdaság mégis sikeresen ráállt az expanziós pályára<sup>17</sup>.

Az általam javasolt gazdaságpolitika stabil növekedési pályára állította az Egyesült Államokat. Arra azonban nem volt képes – és nem is volt célja – hogy a nemzetközi pénzügyi rendszer alapvető, az arany alulértékelttségéből fakadó dilemmáját megoldja. Az Egyesült Államok fizetésimérleg-problémái azonban elválaszthatatlanul összefonódtak a rendszer nehézségeivel. Mivel új arany igen csekély mennyiségben került át a magánpiacról a központi bankokhoz, egyetlen alternatívája pedig a dollár volt, így tulajdonképpen a világ többi országának tartalékeszközök iránti keresletéből egyenesen következett az amerikai deficit. A növekvő fizetésimérleg-deficit egyre jobban veszélyeztette a dollár aranyra válthatóságának fenntarthatóságát. A deficit korrekciója azonban globális tartalékeszköz-hiányt idézett volna elő, ami a növekedés lassulásához, vagy rosszabb esetben deflációhoz is vezethetett volna. Ez utóbbi lehetőség kísértetiesen emlékeztet a két világháború közötti időszakra<sup>18</sup>.

Két olyan megoldás létezett, amelyet össze lehetett egyeztetni a rendszer működésével<sup>19</sup>. Egyrészt meg lehetett volna emelni az arany árát, és a Valutaalap szülőatyjai fel is készültek erre az eshetőségre. Az IMF Alapokmánya lehetőséget nyújt arra, hogy egyszerre megváltoztassák valamennyi valuta aranyparitását, így az arany egyes valutákban kifejezett ára változna, az árfolyamok azonban nem. Richard M. Nixon az 1968-as elnökválasztási kampány során titokban Európába küldte *Arthur Burns*-t, hogy megszondázza az aranyár emelésével kapcsolatos véleményeket<sup>20</sup>. Úgy tűnt, hogy az európai országok támogatnának egy ilyen lépést, és Burns azonnali intézkedést javasolt Nixonnak megválasztása esetén. Mégsem történt semmi.



A másik lehetőséget egy új, az aranyat helyettesíteni képes tartalékeszköz létrehozatala jelentette. Erre 1967 késő nyarán sor is került: módosították az IMF Alapokmányát, és lehetővé tették a szervezet számára az ún. *Különleges Lehívási Jogok* (SDR) létrehozatalát, ami egy arannyal garantált, a Valutalapon keresztül elérhető *elszámolási tartalékeszköz* volt. Egységárát egy aranydollárban, vagyis 1/35-öd uncia aranyban határozták meg. 1970 és 1972 között összesen majdnem tíz milliárd SDR-t allokáltak a tagállamoknak, ám ez egyrészt kevésnek bizonyult, másrészt túl későn érkezett ahhoz, hogy orvosolni tudja a rendszer alapvető problémáit.<sup>21</sup>

Nixon elnök 1971. augusztus 15-én az Egyesült Királyság és más, dollárt aranyra konvertálni szándékozó országok igényeire reagálva bejelentette a dollár levételét az aranyalapról, és ezzel bezárta az „aranyablakot”, vagyis megszüntette a dollár aranyra válthatóságát. A többi ország ezt követően levette valutáját a dolláralapról, és kezdetét vette egy rövid lebegtetési időszak.

A lebegtetés azonban jelentősen megnehezítette volna a tervezett európai monetáris integráció<sup>22</sup> megvalósítását, ezért a pénzügyminiszterek 1971 decemberében a washingtoni Smithsonian Intézetben egy új rögzített árfolyamrendszer létrehozásában állapodtak meg, ezúttal aranykonvertibilitás nélkül. Néhány árfolyamot megváltoztattak, illetve megemelték az arany hivatalos árát, ám az egész nem volt több formalitásnál, hiszen az Egyesült Államoknak nem volt többé aranyvásárlási vagy eladási kötelezettsége.

A világ tehát gyakorlatilag átállt egy tiszta dollárstandardra. A jelentősebb országok a dollárhoz rögzítették valutáikat, ám az Egyesült Államok nem vállalt semmilyen aranykonvertibilitási kötelezettséget. Az amerikai monetáris politika azonban a következő években túl expanzívnek bizonyult a rendszer igényeihez képest, így végül 1973-ban, egy hatástalan dollárleértékelést követően végleg felbomlott. A dollárstandard kora így végképp véget ért, helyét lebegő árfolyamrendszer vette át.

Milyen tanulságok vonhatóak le a század második harmadából? Az első, hogy a gazdaságpolitikák választott elegye összhangban kell legyen a rendszerrel. A második, hogy egy háborús infláció révén instabillá vált aranyalapú nemzetközi pénzügyi rendszer csak akkor menthető meg, ha a hatóságok hajlandóak megemelni az arany árát, vagy létrehozni megfelelő mennyiségű, az aranyat helyettesíteni képes tartalékeszközöket. Harmadik lecke, hogy egy szuperhatalom sohasem áldozza fel saját kiemelten fontos politikai céljait a konvertibilitás vagy más nemzetközi kötelezettségei érdekében. Nem a fark csóválja a kutyát. Negyedik, hogy egy rögzített árfolyamrendszer csak akkor működőképes, ha egyetértés van a közös inflációs ráta nagyságáról. Európa még csak-csak lenyelte, hogy a hatvanas években nem lehetett a dollárt szabadon aranyra váltani, de amikor az amerikai monetáris politika már a globális (és különösen az európai) árstabilitást veszélyeztette, betelt a pohár. Az európaiak úgy ítélték meg, hogy a rögzített árfolyamrendszer költségei meghaladták az előnyeit.

A hatvanas évek végén bizonyos politikai események – különösen a vietnámi háború – oly mértékben megrontották az atlanti partnerek közti kapcsolatot, mint a húszas években a jóvátételi kérdés. Rögzített árfolyamrendszert csak barátok képesek fenntartani, ellenségek vagy vetélytársak nem.

### III. INFLÁCIÓ ÉS A KÍNÁLAT OLDALI KÖZGAZDASÁGTAN

A rendszer összeomlásával rugalmasabbá vált a pénzkínálat, így nemcsak a bérek inflálódásához, hanem bizonyos nemzetközi forgalomba kerülő nyerstermékek egyre monopolisztikusabb árazásához is alkalmazkodni tudott. Az olajimportőr országok deficitjének finanszírozása érdekében a hetvenes években az olajáremelésekkel párhuzamosan bővült az eurodollar piac is, forgalma az 1971-es 223 milliárd dollárról 1982-re 2 351 milliárdra emelkedett (IMF, IMF International Statistics Yearbook, 1988: 68).

Az Egyesült Államokban az infláció komoly problémává vált. Korábban húsz év (1952–1971) kellett ahhoz, hogy az amerikai nagykereskedelmi árak 30 százalékkal nőjenek, 1971 után viszont 11 év alatt emelkedtek 157 százalékkal. Ez a többé-kevésbé békeidőbeli áremelkedés magasabb, mint bármelyik korábbi háborús infláció: 1939 és 1948 között 108 százalékkal, 1913 és 1920 között 121 százalékkal, a polgárháború (1861–1864) alatt 118 százalékkal, az 1812-es háború (1811–1814) alatt pedig 44 százalékkal nőttek az árak. Az Egyesült Államokat a függetlenségi háború óta nem sújtotta akkora infláció, mint az aranyalap 1971-es feladása után.

2. táblázat - Fogyasztói árak a G-7 országokban (1950–1998)

Ország	1950	1971	1980	1985	1990	1998
Egyesült Államok	29,2	49,1	100	130,5	158,5	197,8
Japán	16,3	44,9	100	114,4	122,5	134,4
Egyesült Királyság	13,4	30,3	100	141,5	188,7	243,6
Németország	39,2	64,1	100	121,0	129,4	144,8
Franciaország	15,6	42,1	100	157,9	184,2	213,7
Olaszország	13,9	28,7	100	190,3	250,6	346,3
Kanada	28,4	47,5	100	143,0	177,9	203,7

Forrás: IMF International Financial Statistics (IMF, különböző évek)

A 2. táblázatban a G-7 országok árindexei láthatóak néhány kiválasztott évre. Az 1971-es és 1980-as értékek összevetése alapján jól látszik, hogy az infláció az egész fejlett világra kiterjedt. Németország az egyetlen, ahol nem duplázódtak meg az árak az évtized során, Olaszországban és az Egyesült Királyságban viszont több, mint megháromszorozódtak. A monetáris fegyelem világszerte összeomlott, más államok még a G-7 országoknál is nagyobb áremelkedéssel szembesültek.

Az Egyesült Államokban komoly válságot idézett elő, hogy három egymást követő évben is kétszámjegyű volt az infláció (1979–1981). Az arany ára 1980 elején elérte a 850 dollárt unciánként, az ezüsté pedig az 50 dollárt. Carter elnök 1980. március

14.-én bejelentette, hogy importilletéket vetnek ki az olajra, illetve hitellellenőrzést vezetnek be. A program teljes kudarc volt, a reálkibocsátás a második negyedévben zuhanni kezdett. Az elnökválasztás hónapjában, 1980 decemberében a jegybanki alapkamat elérte a történelmi csúcshatárra minősülő 21,5 százalékot. Az Egyesült Államokat nem sok választotta el a pénzügyi válságtól.

A pénz semlegességéről alkotott ricardoi felfogás egyre kevésbé bizonyult elfogadhatónak a közgazdász körökben. A nagyra nőtt kormányzat, valamint a progresszív jövedelemadóztatás következtében immár nem lehetett elvitatni a pénz reálhatóságait. Az erősen progresszív, szövetségi szinten 0 és 70 százalék között mozgó, tagállami és helyi adókkal együtt pedig a 85 százalékot is elérő jövedelemadó-rendszer gyakorlatilag garantálta, hogy az adófizetők az infláció révén, reáljövedelem-növekedés nélkül is többet adóznak. A kamattörvények is adókötelesek voltak, annak ellenére, hogy a magas kamatok nagy részét az inflációs prémium tette ki. A növekvő adóbevételek, illetve a kormányzati szektor nagy költséges határhajlandósága révén a kormányzat mérete egyre csak növekedett. Nem csoda, hogy a tőzsdék nem szerették az inflációt!

A kínálat oldali közgazdaságtan eredetileg a rövid távú keynesiánus és monetarista kereslet oldali modellekre kínált alternatív gazdaságpolitikai rendszert. Az elméletből következő gazdaságpolitika egyrészt monetáris fegyelem hangsúlyozásával kívánta biztosítani az árstabilitást, másrészt az adórendszer és a szabályozások reformja révén stimulálni a foglalkoztatást és a növekedést. Az irányzat részben a hatvanas évek elején elkezdett gazdaságpolitikai kutatásaimból nőtte ki magát<sup>23</sup>. Egy globális inflációval foglalkozó, 1974 tavaszán Washingtonban rendezett konferencián elhangzott előadásomat *Rowland Evans és Robert Novak* (1981: 63) így összegezte:

A Ford adminisztráció érvelése szerint csak adóemeléssel lehet felvenni a harcot az infláció ellen. Mundell azonban épp egy 10 milliárd dolláros adócsökkentést sürgetett, mert szerinte csak így kerülhetők el később a még nagyobb költségvetési deficitek. A Nixontól örökölt stagfláció, azaz az infláció és a stagnálás halálos kombinációja, talán legyőzhető így.

A Columbia Egyetemen kollégáim egy csoportja a 1974 ősztől rendszeresen összeült egy Wall Street-i étteremben aktuális gazdaságpolitikai ügyek megvitatására, különös hangsúllyal a növekvő inflációra és munkanélküliségre. A „klubot” később elkeresztelték „kínálatoldaliaknak”. Arra a következtetésre jutottak, hogy a kibocsátás ösztönzéséhez és a gazdaság fellendítéséhez a határadókulcsok csökkentése szükséges, az árstabilitás biztosításához pedig elengedhetetlen a szigorú pénzügyi politika<sup>24</sup>. Az adócsökkentést, illetve a monetáris szigorítást a hetvenes évek végi gyorsuló infláció egyre sürgetőbbé tette, hiszen a merev jövedelemadó-sávok miatt az adózók egyre nagyobb terhekkel szembesültek<sup>25</sup>. Egy buffalo-i kongresszusi képviselő, *Jack F. Kemp*, fellelkesülve a kínálatoldaliak ötleteitől, rövidesen be is terjesztett egy összesen harminc százalékos adócsökkentést tartalmazó törvényjavaslatot. Az indítvány értelmében már a következő három évben fokozatosan 23 százalékkal csökkentek volna az adók. Kemp indult az 1980-as elnökválasztási kampányban a republikánus jelöltségért, ám később visszalépett Ronald W. Reagan javára, miután az megígérte, hogy gazdasági programjába beveszi a Kemp-Roth javaslatot. Az új gazdaságpolitika első elemeit az 1981-es *Gazdaságfellendítési törvény* vezette be.

Eközben a *Paul Volcker* vezette Szövetségi Tartalékrendszer végre felébredt, és szigorította a monetáris politikát. Egy meredek de rövid recesszió után kezdetét vette az amerikai gazdaság egyik leghosszabb növekedési periódusa, és az inflációt is egyre jobban sikerült megszelídíteni. Az új gazdaságpolitika balra lefelé eltolta a Philips-görbét, így lehetővé vált az infláció és a munkanélküliség egyidejű csökkentése<sup>26</sup>.

Az adócsökkentés hatásait erősítette a fegyverkezési verseny, a dezinflációs politika, illetve Reagan földcsuszamlásszerű újraválasztása. A kínálatoldali forradalom második felvonása, az 1986-os adóreform 1932 óta nem látott szintre, 28 százalékra csökkentette a legfelső sáv határadókulcsát<sup>27</sup>. Az 1982–1990 közti expanzió az ország történetének második leghosszabb ilyen szakasza volt, és a fegyverkezéssel együtt segítette meggyőzni a szovjet vezetőket arról, hogy mondjanak le Kelet-Európáról.

A gazdaság szárnyalásának a kilenc hónapig tartó 1990–1991-es recesszió vetett véget, ami vélhetően megakadályozta George H. W. Bush elnök újraválasztását is. A növekedés 1991 tavaszán újraindult, és egészen az évtized végéig kitartott. Az 1982–2000 közti expanzió a leghosszabb növekedési periódus a világ bármely országának történetében. Az időszak alatt nem kevesebb, mint 37 millió új munkahely jött létre, a Dow-Jones tőzsdeindex pedig az 1982-es 750 pontról 11 000 fölé emelkedett a századfordulóra.

Eközben a Szovjetunió kivonulása Kelet-Európából, ami részben szintén betudható a kínálat oldali közgazdaságtan sikerének, lehetővé tette Németország újraegyesítését. A német egység új lendületet adott az európai pénzügyi és politikai integrációnak, az új szövetségi államok felzárkóztatására fordított kiadások azonban megérték az Európai Monetáris Rendszer (EMS) árfolyam-mechanizmusát (ERM)<sup>28</sup>. Néhány ország kilépésre kényszerült az ERM-ből, mások pedig valutájuk leértékelésére. Mindezek ellenére 1994. január elsején létrejött az Európai Monetáris Intézet, 1998 közepén pedig utódja, az Európai Központi Bank. Az euró 1999. januári megszületésével új korszak vette kezdetét a nemzetközi pénzügyi rendszerben.

Az euró bevezetése jelentősen átalakítja a nemzetközi pénzügyi rendszert. Az euró, mint a világ második legfontosabb valutája, a dollár és a jen mellett a globális pénzügyi rendszer harmadik súlypontja lett. E három stabil valuta egymás közti árfolyamai fogják a jövőben a világgazdaság legfontosabb árait jelenteni.

Az euró széles körben el fog terjedni Közép és Kelet Európától a Földközi tenger térségén át egészen a mai afrikai CFA frankövezetig. Ha a leendő tagállamokon túl a valutájukat az euróhoz kötő országokat is figyelembe vesszük, akkor az euró várhatóan nagyobb tranzakciós térséggel fog rendelkezni, mint a dollár. Ez viszont arra fogja sarkallni az Egyesült Államokat, hogy növelni próbálja pénzügyi befolyását, elsősorban főleg Latin-Amerika és bizonyos ázsiai országok irányába. Európa példáját követve világszerte új valutaövezetek fognak alakulni, természetesen a helyi sajátosságoknak megfelelően. A közeljövőben azonban a globális stabilitás záloga mindenképp a „G-3 övezetek” stabilitása fog maradni.

A hetvenes évek az infláció, a nyolcvanas évek a korrekció, a kilencvenes évek pedig a viszonylagos stabilitás évtizede volt. Bár a hetvenes évek kísérlete a rugalmas árfolyamokkal kezdetben teljes kudarcnak tűnt, mégis elindított egy olyan tanulási mechanizmust, amelyre különben nem került volna sor. A tanulság az, hogy az inflá-

ció, a költségvetési deficit, a nagymértékű eladósodás, illetve a kiterjedt kormányzat hosszú távon csökkenti a jólétet, korrekciójukat pedig nem szívesen vállalja fel egyetlen demokratikus kormányzat sem. Mégis, gyakorlatilag valamennyi fejlett OECD-ország rákényszerült arra, hogy drasztikusan lefaragja költségvetési hiányát és visszaszorítsa az inflációt az aranystandard időszakára jellemző szintre.

A 1990-es évek sok szempontból hasonlítanak a század első évtizedére. A megfontolt pénzügyek mindkét időszakban stabilitáshoz vezettek. A mai elrendezés (szándékosan kerülöm a „rendszer” szót) azonban két szempontból is alacsonyabb rendű, mint a század eleji: egyrészt az árfolyamok volatilitása ma sokkal nagyobb, másrészt nincs globális valuta.

Az árfolyamok volatilitása különösen olyan országok között zavaró, amelyek saját definícióik és indexeik szerint bár, de elérték az árstabilitást. A volatilitás így reálárfolyam-változásokat jelez, illetve a hazai és nemzetközi forgalomba kerülő termékeket előállító szektorok közti diszfunkcionális eltolódást, ami növeli a pénzpiacok instabilitását.

Mekkora rugalmasságra van szükség? Következtethetünk-e a dollár-márka árfolyam korábbi alakulása alapján a dollár-euró árfolyam jövőbeli alakulására, ha feltesszük, hogy az euró a „márka utódja”? A márka dollárértéke 1971 és 1980 között megduplázódott, 1980-ban 1 dollár 1,7 márkát ért. 1980 és 1985 között viszont a felére csökkent a márka árfolyama, immár 3,4 márkába került egy dollár; 1985 és az 1992-es válság között viszont újra felértékelődött a márka, ekkor 1,39-t adtak egy dollárért, 1999-ben azonban már 1,9-et. A márka-dollár árfolyam kilengése tehát mindkét irányban meghaladta a 100 százalékot, ehhez képest az ERM 1992-es válsága legfeljebb egy kis „zökkenőnek” tűnik. A dollár-euró árfolyam hasonló mértékű ingadozása minden bizonnyal tönkretenné az euróövezetet.

3. táblázat. A triád inflációs rátái

	1995	1996	1997	1998	1999/I	1999/II	1999/III
Egyesült Államok	2,8	2,9	2,3	1,6	1,7	2,1	2,3
Japán	-0,1	0,1	1,7	0,6	-0,1	-0,3	0,0
Euró-övezet*	1,8	1,5	1,8	1,0	0,8	1,0	1,1

Forrás: IMF International Financial Statistics (IMF, 2000: 57).

\*1995-1998-ra a német megélhetési index, 1999-re az Európai Monteáris Unió fogyasztói árindexe.

A jen-dollár árfolyam sem ad okot sok bizakodásra. A dollár árfolyama az 1985-ös 250 jentről 1995-re 79 jenre csökkent, 1998-ra azonban felértékelődött 148 jenre (elemzők a 200-at sem tartották kizártnak), 2000 elején viszont 105 jenre csökkent.

A huszadik században már biztos nem lesz a G-3 tagok valutáinak rögzített árfolyama. Nem elképzelhetetlen azonban, hogy a huszonegyedik században kialakul egy új nemzetközi pénzügyi rendszer. Az inflációs ráták közti konvergencia jelentősebb, mint a bretton woods-i rendszer időszakában, és a 3. táblázatból kiolvasható, hogy még akár az aranystandard korát jellemző konvergenciával is összevethető.

Talán merész elképzelés, de az inflációs ráták közti jelenlegi konvergencia alapján nem tartom lehetetlennek, hogy egyszer a világgazdaság három súlypontja valamiféle pénzügyi uniót hozzon létre. Ez gyakorlatilag egy olyan rendszert jelentene, amelyben rögzítik a három valuta árfolyamát, kitűznek egy közös inflációs rátát, valamint megegyeznek a seniorage bevételek méltányos elosztásában. Az árfolyamok rögzítése után már csak egy lépés lenne egy globális valutát is tartalmazó megreformált nemzetközi pénzügyi rendszer létrehozatala.

Végezetül milyen tanulságok vonhatóak le a huszadik század utolsó harmadából? Az első, hogy a rugalmas árfolyamok, kezdetben legalábbis, képtelenek voltak olyan fegyelmet biztosítani, mint a rögzített árfolyamok. A második, hogy az infláció költségei hatványozottan jelentkeznek egy progresszív jövedelemadóztatást alkalmazó gazdaságban. A harmadik, hogy a gazdaságpolitika alakítói előbb-utóbb megtanulják a monetáris stabilitás elérésének módját. A negyedik, hogy a gazdaságpolitikák megfelelő elegye eltolhatja a Philips görbét.

Minden hatásnak megvan az ellenhatása. Az inflációpárti Platónt Arisztotelész, a stabil pénz híve követte. A nyolcvanas évek ellenhatása elősegítette a független jegybankok megszületését, a maastricht-i szerződés pedig rákényszerítette a kormányokat kiadásaik és költségvetési deficitjük mérséklésére. A kínálat oldali közgazdaságtan egy olyan rendszert jelent, amelyben a pénzügyminiszterek kénytelenek visszafogni magukat.

Egyet azonban még meg kell tanulni: az árstabilitást elért országok között a rugalmas árfolyamok csak a rossz forrásai lehetnek.

## KONKLÚZIÓK

Ideje, hogy összefoglaljuk a huszadik századból levonható fő következtetéseket. Az első, hogy a nemzetközi pénzügyi rendszert meghatározzák a benne résztvevő államok erőviszonyai. Bismarck szerint a tizenkilencedik század legfontosabb ténye az volt, hogy Anglia és Amerika egy nyelvet beszélt. A huszadik század legfontosabb ténye azonban kétségtelenül az Egyesült Államok szuperhatalommá válása. A Gresham-törvény<sup>29</sup> a növekvő aranytermelés ellenére is működésbe lépett, és a dollár kiszorította az aranyat, mint alapvető nemzetközi fizetési eszközt.

A huszadik század első harmadának világgazdaságát a Szövetségi Tartalékrendszer és az aranystandard konfrontációja jellemezte. Az aranystandard összeomlott az első világháborúban, későbbi visszaállítása vezetett a harmincas évek deflációjához. A közgazdászok azonban saját tévedéseik beismerése helyett az aranystandardot hibáztatták, és a nemzetközi automatizmusokról átkerült a hangsúly a nemzeti politikákra. A nagy világgazdasági válság végül a totalitárius ideológiák győzelméhez, illetve a második világháborúhoz vezetett.

A század második felét a nemzeti makropolitikák, illetve a kialakult nemzetközi pénzügyi rendszer közti ellentmondás dominálta. Az új rendszerben az Egyesült Államok rögzítette az arany árát, a többi ország pedig a konvertibilis dollárhoz kötötte valutáját. A nemzeti makropolitikák azonban megakadályozták a nemzetközi automatikus egyensúlymechanizmusok működését, így nem csoda, hogy a rendszer össze-

omlott a hetvenes évek elején, amikor az Egyesült Államok feladta a dollár aranyhoz rögzítését.

A huszadik század utolsó harmada a nemzetközi pénzügyi rendszer lerobbanásával kezdődött. A „vákuum” miatt technokraták és kutatók százai kezdték el keresni az új „struktúrát”: a hetvenes években egy „új nemzetközi pénzügyi rend” megtervezése volt napirenden, a kilencvenes években pedig „új nemzetközi pénzügyi architektúráról” beszéltek. A régi rendszer felfogható úgy, mint az infláció kezelésére tett multilaterális kísérlet. A rugalmas árfolyamok révén azonban minden országnak magának kell megbirkóznia a pénzromlással. A rögzített árfolyamok feladása először inflációhoz vezetett, de beindított egy tanulási folyamatot is: pénzügyi tisztviselők egész generációja tanulta meg értékelni a stabilitás előnyeit. A század végére a gazdag országok, és sok szegény ország is, magukévá tették a megfontolt költségvetés és az infláció visszaszorításának jelszavait.

Ma a dollár, az euró és a jen viszonylag stabil valuták, ami nagy előrelépés a hetvenes és nyolcvanas évekhez képest. Két problémát azonban még meg kell oldani: egyrészt csökkenteni kell az árfolyamok diszfunkcionális volatilitását, amely válság idején jelentősen le tudja rontani a nemzetközi kapcsolatokat; másrészt pedig meg kell tenni a szükséges lépéseket egy globális valuta létrehozatala érdekében.

Századvégi nemzetközi pénzügyi rendszerünk alacsonyabb rendű, mint ami a század elején volt, de helyzet sokat javult az elmúlt huszonöt évben. Kérdéses, hogy melyik ország fog a további reformok élére állni, és hogy az új rendszer összhangban lesz-e világgazdaság erőviszonyaival. A világ harmóniája szempontjából ez utóbbi mindenképp kívánatos lenne.

FORDÍTOTTA SZENT-IVÁNYI BALÁZS

## HIVATKOZÁSOK

- Anderson, Martin: *Revolution*. New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1988.
- Bartley, Robert: *The Seven Fat Years*. New York: Free Press, 1992.
- Cassel, Gustav: *The Restoration of Gold as a Universal Monetary Standard (1925)*. ■■ *Postwar Monetary Stabilization*. New York: Columbia University Press, 1928.
- Evans, Rowland-Novak, Robert: *The Reagan Revolution*. New York: E. P. Dutton, 1981.
- Fleming, J. Marcus: „Domestic Financial Policies Under Fixed and Floating Exchange Rates.” *IMF Staff Papers*, November 1962, 9(3), pp. 369–79.
- International Monetary Fund: *IMF International Statistical Yearbook*. Washington, DC: International Monetary Fund, 1988.
- *IMF International Financial Statistics*. Washington, DC: International Monetary Fund, különböző évek.
- Jastram, Roy. *Silver: The Restless Metal*. New York: Wiley, 1981.
- Johnson, H. Clark: *Gold, France, and the Great Depression, 1919–1932*. New Haven, CT: Yale University Press, 1997.
- Johnson, Harry G.–Swoboda, Alexander K., szerk: *The Economics of Common Currencies*. London: George Allen & Unwin Ltd., 1973, pp. 114–132.

- Keynes, John Maynard: *A Tract on Monetary Reform*. London: Macmillan, 1923.
- Mundell, R. A.: „The Monetary Dynamics of International Adjustment Under Fixed and Flexible Exchange Rates.” *Quarterly Journal of Economics*, May 1960, 84(2), pp. 227–257.
- ■ „A Theory of Optimum Currency Areas.” *American Economic Review*, September 1961a, 51(4), pp. 657–665; új kiadás Mundell (1968).
  - ■ „Flexible Exchange Rates and Employment Policy.” *Canadian Journal of Economics and Political Science*, November 1961b, 27(4), pp. 509–517; új kiadás Mundell (1968).
  - ■ „The International Disequilibrium System.” *Kyklos*, 1961c, 14(2), pp. 154–172; új kiadás Mundell (1968).
  - ■ „The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability.” *IMF Staff Papers*, March 1962, 9(1), pp. 70–79.
  - ■ „Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates.” *Canadian Journal of Economics and Political Science*, November 1963, 39(4), pp. 475–485; új kiadás R. Caves and H. Johnson, szerk., *Readings in International Economics*. Burr Ridge, IL: Richard D. Irwin, Inc. (for the American Economic Association), 1967, pp. 487–499.
  - ■ „A Reply: Capital Mobility and Size.” *Canadian Journal of Economics and Political Science*, August 1964, 30(3), pp. 421–431; új kiadás Mundell (1968).
  - ■ „The Dollar and the Policy Mix: 1971.” *Essays in International Finance*, Princeton University, May 1971, (85), pp. 1–28.
  - ■ „The Future of the International Financial System” in A. Acheson, J. Chant, and M. Prachowny, szerk., *Bretton Woods revisited*. Toronto: University of Toronto Press, 1972, pp. 91–104.
  - ■ „The International Monetary System: The Missing Factor.” *Journal of Policy Modeling*, October 1995, 17(5), pp. 479–92.
  - ■ „Jacques Rueff and the International Monetary System,” in *Actualité de la pensée de Jacques Rueff: Proceedings of a colloquium held on the centenary of the birth of Jacques Rueff*, Paris, November 7, 1996.
  - ■ „Updating the Agenda for Monetary Reform,” in Mario I. Blejer, Jacob A. Frankel, Leonardo Leiderman, Assaf Razin, (and in cooperation with David M. Cheney), szerk., *Optimum Currency Areas*. Washington, DC: International Monetary Fund, 1997a.
  - ■ *The International Monetary System in the 21st Century: Could Gold Make a Comeback?* Latrobe, PA: Center for Economic Policy Studies, St. Vincent College, 1997b.
  - ■ „Uses and Abuses of Gresham's Law in the History of Money.” *Zagreb Journal of Economics*, 1998, 2(2), pp. 3–38.
- Neikirk, William R. Volcker: *Portrait of the Money Man*. New York: Congdon & Weed, 1987.
- Reid, Whitelaw: *The Greatest Fact in Modern History*. New York: Crowell, 1907.
- Wanniski, Jude: „It's Time to Cut Taxes.” *Wall Street Journal*, December 11, 1974.
- ■ *The Way the World Works*. New York: Basic Books, 1978.
- Young, John Parke: *European Currency and Finance*. Washington, DC: U.S. Government Printing Office, 1925.



## JEGYZETEK

- 1 Hivatalosan az Egyesült Államok 1917 szeptembere és 1918 júniusa között függesztette fel az aranystandardot, amikor is Wilson elnök betiltotta az aranyexportot, furcsa módon az 1917 júniusi Kémkedési Törvényre hivatkozva (Jastram, 1981: 124). A bankjegyek aranyra való belső átválthatósága azonban megmaradt, így a lakosság nagy része semmit sem érzékelt az aranystandard felfüggesztéséből.
- 2 A dollár és az arany ezen instabilitási periódusának hatására különböztette meg John Maynard Keynes Rövid értekezés a pénzügyi reformról (Keynes 1923) című munkájában a „belső” és „külső” stabilitást, illetve világitott rá a kettő közti ellentmondásra. Az arany értéke a háború során a felére esett, majd az azt követő deflációban rohamosan emelkedni kezdett, ezért jócskán megkérdőjelezhető, hogy mennyiben tekinthető az arany stabil valutahorgonynak. Ezen tapasztalatok alapján jelentette ki Keynes, hogy a belső stabilitás (azaz a stabil árszínvonal) számít igazán és nem a külső (azaz a rögzített árfolyam vagy aranyparitás). Ráadásul a külső stabilitáshoz nélkülözhetetlen nemzetközi pénzügyi rendszerben a Szövetségi Tartalék Tanács játszaná a vezető szerepet, amely Keynes szerint még nem érett meg kellően a feladathoz.
- 3 Pedig bőséges történelmi bizonyíték is volt arra, hogy egy érmestandard visszaállítása deflációs veszéllyel jár. Defláció követte például az indiai valuta ezüstalapra helyezését a tizenharmadik század közepén, vagy amikor országok Nagy Britannia vezetésével tömegesen tértek vissza az aranyalapra a napóleoni háborúk után. Az árak szintén csökkenésnek indultak, amikor az 1870-es évek elején a bimetalizmus összeomlásával több ország is áttért ezüstalapról aranyra.
- 4 Ezzel a témával foglalkozik Jacques Rueff születésének századik évfordulójára készített tanulmányom (lásd Mundell 1996). Meg kell még említeni egy fiatal princetoni professzor, John Parke Young nevét is, aki igen jól megértette a Cassel, Rist és von Mises által felvetett problémát (lásd Young 1925).
- 5 Ebben az évben Keynes is felfigyelt arra a veszélyre, amit az aranystandard visszaállítása jelentene az aranykereslet növelése révén. Korábban a Szövetségi Tartalékrendszer képességeibe vetett alacsony bizalma miatt ellenezte az aranystandard visszaállítást, az 1928-as francia pénztörvény azonban további aggodalmakat szült benne. Az új törvény ugyanis gyakorlatilag megkövetelte, hogy minden egyes frank bankjegy mögött legyen aranyfedezet. Moreau, a francia jegybank kormányzója még a meglévő követeléseket is elkezdte aranyra váltani, ezzel kínos helyzetbe hozva az angol jegybankot. A francia pénztörvényt részletesen elemzi Johnson (1997).
- 6 Az adatok az Egyesült Államok Nemzetközi és Belső Kereskedelmi Hivatalának (U.S. Bureau of Foreign and Domestic Commerce), 1931. november 9-i kereskedelmi jelentésének (Commerce Report) 301. oldaláról származnak, idézi Jastram (1981: 99).
- 7 Az 1933-as Nemzeti Iparfejlesztési Törvény még ennél is nagyobb károkat okozott azáltal, hogy felfüggesztette a trösztellenes törvényeket, bátorította a kartellek és szakszervezetek alakítását, csökkentette a bérkülönbségeket, 35 órában korlátozta a heti munkaidőt, illetve bevezette a minimálbért. Szerencsére 1935-ben alkotmányellenesnek minősítették.
- 8 Természetesen részben a véletlen műve, hogy az 1914-es, illetve az 1933-as árszínvonalak azonosak voltak. Az arany reálértéke nyilván akkor is módosulhatott volna, ha az aranystandard ebben a periódusban végig működött volna, függetlenül a világháborútól, ahogy ez történt az aranystandard korábbi időszakában is. Ennek ellenére aligha vitatható az aranystandard visszaállításának szerepe az árcsökkenés kiváltásában.
- 9 A leértékelési döntésre erős befolyással bírt George F. Warren, az elnök egyik tanácsadója, a Cornell Egyetem közgazdász professzora. Három, egymással is összefüggő előnyt vártak a leértékeléstől. Az első, hogy az aranyár növekedése az import és export árak változásának tovaggyűrűző hatásán keresztül növelné a belső árszínvonalat. Ezt az elképzelést a monetáris aranytartalékok és az árszínvonal hosszú távú kapcsolatára alapozták, ám mára valamennyi kis nyitott gazdaság esetén alapvető összefüggésnek számít. A második, hogy a magasabb aranyárak révén növekednének az aranyvásárlások (?) és így nőne a pénzügyi rendszer tartalékereje. A harmadik, hogy leértékelés árfolyamokra gyakorolt hatása révén javulna az amerikai termékek világpiaci versenyképessége. A nagykereskedelmi árak végül 1933 és 1937 között közel 30 százalékkal emelkedtek, 1938–1940 között viszont 10 százalékkal visszaestek, majd 1948 végéig megduplázódtak.
- 10 A dollár leértékelését és az arany dollárárának emelkedését kísérő 1934-es intézkedések csak nemzetközi szinten állították helyre az aranystandard működését, az Egyesült Államokon belül nem. A

nemzetközi pénzügyi tranzakciókat leszámítva megszűnt a dollár aranyra válthatósága, amerikai állampolgároknak pedig megtiltották az arany birtoklását. A Szövetségi Tartalékrendszer csak a bankjegyek és kötelezettségek 40 százaléka erejéig volt köteles aranyfedezetet biztosítani. A Legfelsőbb Bíróság érvénytelenné és semmissé nyilvánította valamennyi aranyvaluta-záradékot.

- 11 A leértékelés ellen hangoztatott legfontosabb érv abból indult ki, hogy az Egyesült Államok a világ legnagyobb hitelezője volt, a követeléseket pedig dollárban denominálták. Később persze kiderült, hogy ezek a követelések szinte amúgyis mind behajthatatlanok. A defláció elkerülése elegendő indok lehetett volna, az elnök meggyőzésére, ha létezett volna egy koherens elmélet az arany alulértékelttségéről. Senki sem tudta előre, hogy meddig fognak csökkenni az árak. A leértékelésre akkor kellett volna sort keríteni, amikor a britek feladták az aranyalapot, de ekkor az Egyesült Államok rendelkezett még a világ legnagyobb aranytartalékaival. Ha a Szövetségi Tartalékrendszer kellően expanzív monetáris politikát folytatott volna, megkezdődött volna az arany kiáramlása az országból, ami egyértelművé tette volna a helyzetet.

Érveltek úgy is a leértékelés ellen, hogy kedvezőtlen hatással lenne a kereskedelmi partnerekre, hiszen a külföldi foglalkoztatás kárára teremt otthon munkahelyeket. Pont ilyen munkahelyteremtő versenyre volt azonban szükség! Ha valamennyi ország kompetitív módon leértékelt volna valutáját, akkor megszűnt volna az arany alulértékelttsége és megteremtődtek volna a fennélülés feltételei.

- 12 Vagyis a Nemzetközi Valutaalap Alapokmányának IV. cikkelyének 4-b. pontja. A dollár árfolyama sose volt rögzített, és az Egyesült Államok a jövőben sem kívánt változtatni ezen a gyakorlaton, ezért rakták be ezt a záradékot szinte az utolsó pillanatban. Elég nehéz lenne elképzelni a new york-i valutapiac működését rögzített árfolyamok mellett!

- 13 Volt azonban egy további megoldatlan probléma is. Vajon Nagy Britanniát, Franciaországot, vagy a Valutaalap bármely más tagját 43 valutapiacra terhelte intervenció kötelezettség? A Valutaalap indulásakor az Igazgatótanács hozott egy olyan rendelkezést, hogy bármely, valutáját konvertibilis valutához rögzítő állam csak az Alapokmányban meghatározottak szerint járhat el. Ez a rendelkezés az aranyvaluta záradékkal együtt teremtette meg azt az aszimmetrikus rendszert, amelyben Egyesült Államok meghatározta az arany árát, a többi ország, közvetlenül vagy közvetve egy harmadik valután keresztül, a dollárhoz rögzítette valutáját. Ez az aszimmetrikus elrendezés azonban még a hatvanas években sem volt mindenki számára világos, ezt jól mutatta Sir Roy Harroddal folytatott vitám a Brookings Intézet 1965-ös konferenciáján.

- 14 Mundell (1995) részletesen tárgyalja, hogy a világvaluta tervei végül miért buktak el Bretton Woodsban.

- 15 A „rendszer” és a „rend” közti különbséget vizsgálja Mundell (1972).

- 16 Korábbi cikkeimben már kifejtettem olyan modelleket, amelyek alkalmasak e kérdéskör elemzésére is, lásd például Mundell (1961c).

- 17 Magam is részt vettem 1963 júniusától az IMF alapokmány VIII cikkelyéről folyó konzultációkban. A tárgyalásokat Jacques J. Polak vezette, az amerikai csapatban pedig részt vett Robert V. Roosa miniszterhelyettes, illetve Paul Volcker, aki akkoriban a Pénzügyminisztérium pénzügyi elemzési osztályát vezette.

- 18 A probléma Triffin-dilemma néven vált ismertté, nevét Robert Triffin-ről a Yale belga származású közgazdaságtan professzoráról kapta.

- 19 A G-32 nevű kutatócsoport, amelynek munkájában magam is résztvettem, összesen négy lehetséges megoldást vázolt fel: (a) visszatérés az aranystandardhoz; (b) egy globális központi bank létrehozatala; (c) az aranyat helyettesíteni képes új tartalékeszköz létrehozatala; (d) rugalmas árfolyamok bevezetése.

- 20 Burns így számol be a küldetéséről (idézi Neikirk 1987: 143–144):

Richard Nixon titokban Európába küldött, hogy megszondázzam az egyes kormányok véleményét az arany árának emeléséről. Rendkívül diszkrétan jártam el, senkinek sem mondtam, hogy Nixon küldötté vagyok, illetve nem adtam jelét annak, Nixon vagy én aranyáremelésben gondolkodnánk. Arra a következtetésre jutottam, hogy az európaiak kedvezően fogadnának egy ilyen kezdeményezést. Az elnökválasztási kampány során egyszer együtt repültem Nixonnal, és akkor javasoltam neki, hogy a választások után azonnal tegye meg a szükséges lépéseket. Gondolatai azonban valószínűleg aznapi beszédén, illetve a választásokon járták, és nagy eséllyel elfelejtette javaslatomat. Megválasztása után nem tett semmit, pedig az lett volna az egyetlen alkalom a cselekvésre.

- 21 Az arany unicánkénti ára 1968 előtt a londoni aranypiacon egy 35 dollár körüli szűk sávban volt rögzítve. Az ár stabilitása érdekében a magánpiacon keletkező túlkínálatot kiosztották az aranypool nyolc országa között. A magánkereslet azonban 1967 nyarára felzárkózott a kínálathoz, sőt nem sokkal később átcsapott túlkeresletbe. Franciaország kiszállt az aranypool-ból, a többi ország pedig, ahelyett, hogy tartalékaik eladásával növelték volna a kínálatot, hagyták, hogy az arany ára a londoni sávhatár fölé emelkedjen. Az arany hivatalos és magánpiaca így kettészakadt. A központi bankok nem voltak hajlandók a hivatalos áron aranyat eladni, hiszen a magánpiaci ár magasabb volt. Az aranytartalékok így befagytak, az arany iránti túlkereslet kezelésére pedig nem voltak felkészülve a nemzetközi pénzügyi szervezetek. A kibocsátott SDR még arra is elégtelen volt, hogy az aranytartalékok befagyasza okozta sokkot kezelni tudja, nemhogy megoldja a rendszer alapvető nehézségeit. Talán a kibocsátott SDR mennyiség kétszeresével már meg lehetett volna menteni a rendszert.
- 22 Az „optimális valutaövezetek” elméletét egy korai munkámban fektettem le (Mundell 1961a). Az európai monetáris integráció terve az 1969 decemberében rendezett hágai csúcson került előtérbe. Ugyanabban a hónapban New Yorkban tartottam egy előadást egy közös európai valuta tervéről, amelynek a híre eljutott Brüsszelbe is. Az Európai Bizottság 1970 júniusában meghívott, hogy értékeljem a monetáris unió megvalósításának különböző lehetőségeit. Az optimális valutaövezetekről 1970 márciusában Madridban rendezett konferencián előadtam elméletem módosított verzióját, amely megjelent a konferencia kiadványában is (Johnson–Swoboda 1973). Legfrissebb gondolataimat a téma kapcsán Mundell (1997a, b) tartalmazza.
- 23 Nem sok sikerrel bár, de 1968-ban, amikor az infláció első jelei mutatkoztak, elkezdtem szigorúbb monetáris politikát sürgetni. Fontosnak tartottam azonban, hogy a dezinflációs lépések adócsökkentéssel párosuljanak, nehogy recesszióba taszítsák a gazdaságot (Mundell 1971). A kongresszus azonban pont egy olyan törvényt hagyott jóvá 1968 nyarán, amely 10 százalékos „pótadót” vezetett be. Ősszel az új Nixon adminisztráció szakértői, véleményem szerint helytelenül, szigorú monetáris és költségvetési politikát javasoltak. Kanadában azonban javaslatomra 1973-ban bevezettek egy „inflációálló adórendszert”, amelyben a sávhatárokat az inflációnak megfelelően minden évben automatikusan kiigazították.
- 24 A kínálatoldali közgazdaságtannal foglalkozik Wanniski (1978), az ehhez szorosan kapcsolódó Reagan-forradalommal pedig Anderson (1988). A kínálatoldali közgazdaságtan nyolcvanas években játszott szerepéről lásd Bartley (1992).
- 25 A kínálatoldali közgazdasági gondolkodás 1974 őszi fejleményeit véleményem szerint legjobban Wanniski (1974) foglalja össze.
- 26 A Reagan korszak lehetőséget nyújtott a Mundell-Flemming modell rugalmas árfolyamok közti verifikálásához. A modellt leírja Mundell (1960, 1961b, 1961c, 1962, 1963, 1964), illetve Fleming (1962). A modell olyan elméleti keretet teremtett a monetáris vagy költségvetési beavatkozások vizsgálatára, amely figyelembe vette az árfolyamokat, a kamatlábakat, a fizetési mérleg helyzetét, illetve a költségvetési deficitet. A modellből következik, hogy a költségvetési stimulus szigorú monetáris politikával kombinálva növekvő költségvetési deficithez és kamatlábakhoz, nagyobb tőkebeáramláshoz, a valutaárfolyam felértékelődéséhez, illetve a folyó fizetési mérleg és a kereskedelmi mérleg romlásához vezet. Valamennyi hatás jelentkezett a Reagan-féle gazdaságélénkítő és adócsökkentő csomag következtében 1982 és 1984 között.
- 27 Reagan első elnöki periódusa alatt a dollár felértékelődésének komoly szerepe volt az infláció megszelídítésében, ám később, a növekedés lassulásával az erős dollár egyre kevésbé szolgálta az Egyesült Államok érdekeit. Gazdaságpolitika változások révén 1984-ben, illetve 1985 elején csökkent ugyan a dollár értéke, ám a kormányzat kevesellte e csökkenés mértékét. A New York-i Plaza szállodában 1985 őszén a G-5, vagyis az öt „SDR ország” megállapodott egy összehangolt leértékelésről, így a dollár közelebb került az 1980-as szinthez.
- 28 A nyolcvanas évek végén a Németország által külföldi, főleg nyugat-európai országoknak folyósított kölcsönök éves átlagban elérték az ország GDP-jének 4 százalékát. Ennek megfelelően a folyó fizetési mérleg jelentős többletet mutatott. Németország egyesítése után a szövetségi kormányzat Kelet-Németországban körül-belül évi 100 milliárd dollárt költött. A hatalmasra duzzadt költségvetési kiadásokat kötvénykibocsátással fedezték, ami feltolta a kamatlábakat és megszüntette a tőkekiáramlást. A német megtakarítási többlet tehát internalizálódott, a folyó fizetési mérleg óriási többlete pedig szerény mértékű deficitté változott. Mivel az inflációs nyomás letörése érdekében a Bundesbank szigorú feltételeket szabott a hitelfelvevőknek, ezért a meg-növekedett pénzkereslet felhajtotta a márka árfolyamát, magával rántva az árfolyammechaniz-

musban résztvevő többi valutát is. A márka felértékelődése stabilizálta ugyan a német gazdaságot, de partnerei kárára. Tulajdonképpen ez az epizód is felfogható a Mundell-Fleming modell tesztjének, hasonló eredményekkel, mint Reagan idején az Egyesült Államokban, azzal a különbséggel, hogy Németországban hiányoztak a kínálatoldali növekedési hatások.

29 A Gresham-törvényt már az ókori görögök is jól ismerték, ez például Arisztophanész Békák című vígjátékából is kiderül. Lásd Mundell (1998).