

## **Rozwój brytyjskiej waluty w XX wieku**

### **Wprowadzenie: stulecie skrajności**

Każdy sukces i każda porażka doświadczona w całej poprzedniej historii monetarnej powtórzyły się, z dodatkami i na większą skalę, w XX wieku. W pieniądzu, tak jak w życiu gospodarczym, społecznym i politycznym w ogóle, było to stulecie skrajności. Jednak tylko w przypadku pieniądza gwałtowne oscylacje powtórzyły się tak wiernie w ich znanym odwracalnym wzorze w rozwiniętych krajach świata. Pierwotne pieniądze towarowe były nadal w użyciu na dużych obszarach „nierozwiniętego” świata jeszcze w latach 60. XX wieku; podczas gdy w całym rozwiniętym świecie najbardziej udany i tradycyjny ze wszystkich pieniędzy towarowych – złoto – osiągnął najwyższy szczyt doskonałości operacyjnej na początku XX wieku. Pozostał olśniewającym ideałem, do którego rządy starały się powrócić aż do wybuchu II wojny światowej i ponownie flirtowano z nim jako z potencjalnym międzynarodowym stabilizatorem cen, w teorii, jeśli nie w praktyce, w ostatnich dekadach stulecia. Pomimo tak wybitnych przykładów atrakcyjności stabilnego pieniądza, inflacja o niespotykanych dotąd rozmiarach wielokrotnie przerywała próby przyjęcia rozsądnej polityki pieniężnej. Zarządzanie pieniędzmi, z niegospodarnością na zwodniczej awersie tej samej monety, stało się narzędziem powszechnie dostępnym dla wszystkich rządów w miarę upływu stulecia; zarządzaniem, które nie było już fizycznie ograniczone przez podaż złota. W tych okolicznościach można by na początku założyć, że przynajmniej jedna z powtarzających się porażek wcześniejszej historii, a mianowicie rzeczywisty niedobór pieniędzy, nie powtórzy się. Nieprawda: w latach 30. XX wieku poważny niedobór pieniędzy, spowodowany bezpośrednio przez niegospodarność rządową, nasilił się i był silną przyczyną najpoważniejszego kryzysu gospodarczego na świecie. Niemniej jednak stronnictwo w polityce finansowej XX wieku niewątpliwie była w przeciwnym kierunku, to znaczy w kierunku nadmiernej kreacji pieniądza, do tego stopnia, że jakaś forma złota lub ogólnego towaru kotwicznego była ponownie badana na arenie międzynarodowej pod koniec XX wieku. Na tym gwałtownym tle wahania wahała monetarnego między jakością a ilością oraz zmieniające się teorie monetarne stojące za rzeczywistą polityką również zmieniały się w ekstremalnym stopniu. Oprócz kilku cennych przykładów długoterminowej stabilności, zwłaszcza w małych, tradycyjnie neutralnych krajach, takich jak Szwajcaria i Szwecja, ekstremalne wahania miały globalny wpływ. Nawet Wielka Brytania, z jej długą tradycją umiarkowania politycznego, doświadczyła wahań w niespotykanym dotąd stopniu, od stabilności cen do deflacji z masowym bezrobociem i do inflacji, najpierw z nadmiernym zatrudnieniem, a następnie ponownie z masowym bezrobociem; i z towarzyszącymi teoriami, które działały jako wyjaśnienie lub wymówka dla polityki nagle chwiejącej się od statecznego klasycyzmu przez pewny siebie keynesizm i buntowniczy friedmanizm z powrotem do niepewnego, ale bardziej realistycznego pragmatyzmu. Biorąc pod uwagę wpływ Wielkiej Brytanii na praktykę i teorię pieniądza, wynikający z jej kluczowej roli w funkcjonowaniu międzynarodowego standardu złota, eksportu jej wiedzy fachowej w zakresie bankowości komercyjnej i centralnej, prestiżu i zwolenników Keynesa, śmiałego ucieśnienia friedmanizmu w eksperymencie Thatcher, nieodpartej atrakcyjności City dla banków zagranicznych i upartej eminencji londyńskiego rynku walutowego, rozwój finansowy Wielkiej Brytanii w XX wieku, pomimo upadku jej imperium i erozji jej lwiej części światowego handlu, nadal pozostaje centralnym znaczeniem w światowej historii pieniądza

### **Finansowanie pierwszej wojny światowej, 1914–1918**

Pomimo stosunkowo niewielkich konfliktów, takich jak wojna krymska (1854–1856) i wojna burska (1899–1902), dług narodowy został nieznacznie zmniejszony w ujęciu nominalnym, a bardzo znacząco zmniejszony jako procent dochodu narodowego w stuleciu po 1815 r., spadając z 830 milionów funtów w 1815 r. do 650 milionów funtów w 1913 r. Takie redukcje były spowodowane hojnym wykorzystaniem częstych nadwyżek budżetowych, będących wynikiem dobrej gospodarki

wiktoriańskich kanclerzy skarbu, z których niektórzy korzystali również z powtarzających się okresów tanich stóp procentowych na rynku pieniężnym, aby zamienić duże części długu na niższe stopy procentowe. Tak więc Goschen w 1888 roku zamienił 3 procent akcji na 23/4 procent, stopa, która miała spaść do 21/2 procent w 1903 roku. Kanclerze edwardiańscy byli odważniejsi i wydawali więcej, chociaż Asquith w swoich trzech budżetach między 1906 a 1908 rokiem zdołał spłacić większość długu zaciągniętego podczas wojny w Afryce Południowej. Budżety Lloyd George'a z lat 1909–1911, „które nie bezpodstawnie można określić jako najbardziej rewolucyjną serię propozycji, jakie kiedykolwiek przedstawiono brytyjskiemu parlamentowi” (Muir 1947), wprowadziły znacznie większy postęp do systemu fiskalnego, wykorzystując znacznie obficiej bogactwo bogatych. Chociaż celem polityki fiskalnej Lloyd George'a było finansowanie świadczeń socjalnych, ramy fiskalne zostały tym samym fundamentalnie przekształcone w przededniu I wojny światowej w znacznie bardziej dynamiczne źródło dochodu, dojrzałe do nienasyconych żądań maszyny wojskowej. To, co zostało wprowadzone, kosztem kipiącego kryzysu konstytucyjnego, na rzecz dobrobytu, stało się więc darem niebios dla wojny. Baza podatkowa, która została szczęśliwie wprowadzona w celu wsparcia I wojny światowej, była o wiele bardziej progresywna, prężna i skuteczna niż ta, która była dostępna do finansowania wojen francuskich w latach 1793–1815. Niemniej jednak trzeba było uciekać się do pożyczek jeszcze bardziej drastycznie, tak że dług narodowy wzrósł dziesięciokrotnie w ciągu czterech lat I wojny światowej, w porównaniu z zaledwie potrojeniem w ciągu dwudziestu lat wojny od 1793 do 1815 roku. Dopiero w marcu 1920 roku, około szesnaście miesięcy po zakończeniu wojny, dług narodowy wzrósł do szczytu 7830 milionów funtów. Około 1230 milionów funtów, czyli 15,7 procent, było winne ludziom za granicą. Tylko bardzo mała kwota, 315 milionów funtów lub zaledwie 4,0 procent, była trwale finansowana lub miała bardzo długi termin, podczas gdy około 5000 milionów funtów lub 63,9 procent miało różne daty zapadalności, głównie średnioterminowe, co miało powodować znaczne problemy z ponownym finansowaniem w okresie międzywojennym. Aż 16 procent lub 1250 milionów funtów składało się z wysoce płynnego „płynnego długu”, składającego się głównie z trzymiesięcznych bonów skarbowych. Krótko mówiąc, zdolność kredytowa i podatkowa kraju została poddana ogromnej presji, jednak zarówno w tym czasie, jak i później, wybuchły znaczne kontrowersje dotyczące tego, czy osiągnięto właściwą równowagę między pożyczaniem a opodatkowaniem oraz czy wdrożono najlepsze dostępne metody pozyskiwania funduszy. Keynes, pisząc dwanaście lat po zakończeniu wojny, był zbyt pesymistyczny, obawiając się, że „być może historia finansowa wojny nigdy nie zostanie napisana w odpowiedni sposób”, ponieważ „zbyt wiele niezbędnych statystyk” było niedostępnych; ale biorąc pod uwagę jego bliskie zaangażowanie jako doradcy skarbowego i jego analityczny geniusz, miał rację, gdy skromnie włączając siebie do potępienia, przyznał, że „patrząc wstecz, uderzyła go nieadekwatność teoretycznych poglądów, jakie wówczas mieliśmy co do tego, co się działo, i prymitywność naszych zastosowań ilościowej teorii pieniądza” (1930). Teoretyczne udoskonalenie było luksusem, który musiał poczekać na pokój. Pesymizm Keynesa – cecha nieobca w zawodzie – nie ograniczał się do martwienia się o braki statystyczne. We wrześniu 1915 r. rozesłał do gabinetu to, co Lloyd George nazwał „alarmistycznym i żargonowym dokumentem”, w którym wyraził swoją przemyślaną opinię, że „pewne jest, że nasza obecna skala wydatków jest możliwa jedynie jako gwałtowny zryw, po którym nastąpi silna reakcja: ograniczenia naszych zasobów są widoczne”. Następnie ostrzegał przed bankructwem Wielkiej Brytanii wiosną 1916 r. (Lloyd George 1938). Na szczęście, chociaż McKenna, nowy kanclerz, był przerażony ponurą prognozą swojego głównego doradcy, Lloyd George, w swoim typowym skromnym stylu „wiedział więcej o zasobach kredytowych tego kraju” niż obecny kanclerz lub jego „pesymistyczny, zmienny i akrobatyczny ekonomista”. Keynes był „zbyt impulsywnym doradcą w przypadku wielkiego kryzysu”: był „zabawnym ekonomistą, którego jasne, ale płytkie rozprawy na temat finansów i ekonomii politycznej, gdy nie są traktowane poważnie, zawsze dostarczają czytelnikom źródła niewinnej wesołości” (Lloyd George 1938). Sam Keynes odpowiadał podobnie wylewnymi komplementami na temat Lloyd George'a: „walijska czarownica... zakorzeniona w niczym,

pusta i pozbawiona treści; pryzmat, który zbiera światło i je zniekształca; ta syrena, ten kozionogi bard, ten półludzki gość w naszej epoce z opanowanej przez wiedźmy magii i zaczarowanych lasów celtyckiej starożytności” (1933). Keynes nie był jedynym, który uważał tempo wydatków osiągnięte na wczesnym etapie wojny za niemożliwe do utrzymania. Już jesienią 1914 r. *The Economist* zapewniał swoich czytelników o „ekonomicznej i finansowej niemożności prowadzenia działań wojennych na obecną skalę” (Mackenzie 1954). Zanim przejdziemy do tego, jak znacznie przekroczone tak „niemożliwą” stawkę wydatków i jak zarządzano rosnącym bilansem między podatkami a pożyczkami, musimy najpierw krótko rozważyć, jak udało się przezwyciężyć bezpośredni kryzys, z którym borykały się instytucje finansowe kraju w sierpniu 1914 r. Pierwszą reakcją finansową na zamachy na arcyksięcia Ferdynanda i jego żonę w Sarajewie 28 czerwca 1914 r. była seria panik bankowych w Europie, nasilona w miarę rozszerzania się konfliktu na Bałkanach. Jeśli chodzi o Wielką Brytanię, początkowym efektem było zwiększenie przepływu gorącego pieniądza do tradycyjnej bezpiecznej przystani Londynu. Jednak pod koniec lipca rosnące prawdopodobieństwo, że Wielka Brytania zostanie bezpośrednio zaangażowana, tak bardzo przstraszyło City, że znacznie zwiększone pragnienie firm i osób, aby uczynić swoje aktywa bardziej płynnymi niż zwykle, w szczególności poprzez sprzedaż ogromnych ilości papierów wartościowych, doprowadziło do tymczasowego zamknięcia Giełdy Papierów Wartościowych 31 lipca. Stopa procentowa wzrosła z 3 do 4 procent 30 lipca, do 8 procent 31 lipca, a do paniki 10 procent 1 sierpnia, kiedy to, towarzysząc ogłoszeniu, list Kanclerza do Gubernatora Banku Anglii zezwolił na nadmierną emisję papierów wartościowych, jeśli okaże się to konieczne. Na szczęście dla rozważań władz monetarnych poniedziałek 3 sierpnia był normalnie zaplanowanym Dniem Wolnym od Pracy. Aby zyskać czas na podjęcie decyzji w sprawie planów, trzy dodatkowe dni, do czwartku włącznie, zostały również ogłoszone Dniami Wolnymi od Pracy. Aby powstrzymać wszelki prewencyjny drenaż złota, Kanclerz ogłosił, że płatności w gotówce nie zostaną zawieszane. Podjęto szereg kroków, aby uniknąć możliwego efektu domina w postaci bankructw. 3 sierpnia parlament uchwalił „moratorium” w formie ustawy o odroczeniu płatności, po której nastąpiła królewska proklamacja odraczająca termin płatności weksli na miesiąc z gwarancjami rządowymi, które nastąpiły później, aby umożliwić Bankowi Anglii przekazanie praktycznie wszystkich środków wymaganych przez domy dyskontowe i banki, aby mogły sprawnie poradzić sobie ze zwiększoną liczbą weksli. Ustawa o walucie i banknotach, która przeszła przez obie izby parlamentu 6 sierpnia, upoważniła Skarb Państwa do emisji banknotów o nominałach 1 funta i 10 szylingów, a także przyznała tymczasowy status prawnego środka płatniczego nie tylko szkockim i irlandzkim banknotom, ale także przekazom pocztowym, które stały się instrumentami negocjowalnymi, mimo że nadal miały wyraźnie wydrukowane słowa „nienegocjowalne”. Ustawa o sądach (uprawnienia nadzwyczajne) została uchwalona 31 sierpnia w celu złagodzenia sytuacji dłużników, którzy nie byli w stanie zapłacić z powodu okoliczności wojennych, uzupełniając w ten sposób wcześniejsze specjalne akty moratorium; i ustawa rządowa (zobowiązania wojenne) została uchwalona 27 listopada w celu odszkodowania ministrom rządu za nadzwyczajne środki, które poczuli się zmuszeni podjąć. Ta pilnie zorganizowana i kosztowna bateria urzędów ochronnych uchroniła miasto przed dalszymi oznakami paniki, a interesy szybko wróciły do normy, z wyjątkiem oczywiście handlu z wrogiem, którego aspekty można było sprytnie ukryć za pośrednictwem osób trzecich. To potrzeba kogoś z długim doświadczeniem w rozpoznawaniu prawdziwego pochodzenia weksli handlowych, a zatem zdolnego do zapobiegania wykorzystywaniu pierwszorzędnych usług Londynu do finansowania handlu z wrogiem, sprowadziła Montagu Normana w kwietniu 1915 r. z Brown Shipley na pełny etat do Banku Anglii (gdzie był dyrektorem od 1902 r.) jako doradcę zastępcy gubernatora. Z powodu czterodniowego święta bankowego paniczna 10-procentowa stopa bankowa obowiązywała tylko przez jeden dzień roboczy i szybko została obniżona do 6 procent 7 sierpnia i do 5 procent następnego dnia. Jeśli chodzi o wymianę walut, funt szterling, zdecydowanie najbardziej pożądana waluta na świecie, przez pewien czas rósł znacznie powyżej wartości nominalnej wynoszącej 4,86 dolara, aż do 6,50 dolara, zanim ustabilizował się na dość

zbliżonym poziomie, a Bank Anglii uniknął niebezpieczeństw związanych z wysyłaniem złota za granicę, wykorzystując swoje złoża złota w Ottawie do spłacania północnoamerykańskich wierzycieli. Społeczeństwo w Anglii i Walii przyjęło nowe małe banknoty Skarbu Państwa – zwane „Bradbury’s” po podpisie Stałego Sekretarza – jak kaczuszki do wody, pomimo bardzo złej jakości pierwszych emisji. Spełniły one długo odczuwaną potrzebę, a ich łatwa akceptacja pozwoliła bankom, a za ich pośrednictwem Bankowi Anglii, stopniowo gromadzić obieg złota, aby uzupełnić jego fundusz wojenny. To ciche, nieoficjalne zaprzestanie płatności w gotówce, które towarzyszyło i było możliwe dzięki przyjęciu przez społeczeństwo nowych banknotów, nie przyniosło tragicznych konsekwencji, których obawiało się wielu, w tym zwłaszcza „pan J. M. Keynes” (który) „w tym czasie stanowczo przewidział ruinę narodową, jeśli płatności w gotówce zostaną zawieszane” (Owen 1954). Zaprzestanie wewnętrznego obiegu złota, wówczas postrzegane po prostu jako pilny tymczasowy środek, stało się później trwałe. Tak oto bez zamieszania i fanfar zakończyło się prawie 700 lat sporadycznego obiegu złotych monet, w tym stulecie pełnego standardu złota, wyparte haniebnie przez kawałki papieru. Giełdzie zajęło to znacznie więcej czasu niż innym instytucjom finansowym, aby wznowić normalną pracę, co ostatecznie udało się jej zrobić od 4 stycznia 1915 r. Chociaż motto „Business as usual” było hołdem dla odpornego ducha kraju, nastrój normalności został przesadzony i działał przeciwko publicznej akceptacji prawdziwej skali wysiłku, w finansach, jak i w innych obszarach, wymaganego przez ogromne wyzwania tego nowego typu wojny. Uśpiło to czujność społeczeństwa i większości rządu, aby samozadowolone opóźnić akceptację kontroli fizycznych, takich jak rekwizycje i racjonowanie, obarczając w ten sposób zbyt dużym ciężarem przenoszenia zasobów z użytku cywilnego do wojskowego dobrowolnymi siłami rynkowymi i normalnymi mechanizmami finansowymi. Pomogło to przesunąć równowagę finansowania rządowego zbyt mocno w kierunku pożyczek, a zwłaszcza pożyczek krótkoterminowych, sprawnie wspomaganymi przez chętne i wydajne instytucje finansowe, zamiast polegać w większym stopniu na podatkach. Dochody rządu z podatków wzrosły z około 200 milionów funtów w latach 1913–1914 do prawie 900 milionów funtów w latach 1918–1919, tj. około cztery i pół raza. Ale wydatki wzrosły w tym samym okresie prawie trzynastokrotnie, z nieco poniżej 200 milionów funtów do około 2580 milionów funtów. Średnio tylko około jednej trzeciej wydatków rządowych w czasie wojny pochodziło z podatków, pozostawiając dwie trzecie stale rosnącej sumy do dobrowolnego nakłonienia poprzez pożyczanie, zazwyczaj przy niepotrzebnie rosnących kosztach. Pierwszym awaryjnym środkiem pieniężnym było głosowanie nad kredytem udzielone przez parlament 8 sierpnia 1914 r., po którym nastąpił 26 sierpnia upoważniający „Ustawa o pożyczce wojennej”, dająca rządowi prawo do zebrania „dowolnej kwoty wymaganej” na cele wojenne, pusty czek, z którego Lloyd George i kolejni kanclerze w pełni skorzystali. Kolejne głosowanie nad kredytem w wysokości 225 milionów funtów zostało udzielone 17 listopada, kiedy Lloyd George przedstawił pierwszy budżet wojenny. Stawki podatku dochodowego i superpodatków zostały podwojone, cła na herbatę wzrosły o 60 procent, a na piwo o ogromne 300 procent, podczas gdy pierwsza pożyczka wojenna, możliwa do wykupienia w latach 1925–1928, została wydana na nominalną kwotę 350 milionów funtów przy 31/2 procent, ale dzięki wystawieniu na 95 przyniosła 332,5 miliona funtów przy rzeczywistej stawce około 32/3 procent. W swoim drugim budżecie wojennym w maju 1915 r. Lloyd George, będąc zbyt zadowolonym z napływu dochodów, pozostawił niezmienione stawki podatkowe, tracąc w ten sposób szansę na zwiększenie dochodów bliżej spirali wydatków, a tym samym stwarzając poważny problem swojemu następcy na stanowisku kanclerza, Reginaldowi McKennie. McKenna podniósł stawki podatków pośrednich oraz zarówno stawki, jak i progresję podatku dochodowego i superpodatku. W szczególności wprowadził podatek od nadmiernych zysków w wysokości 50 procent (później podniesiony do 80 procent) i nałożył cła importowe w wysokości 33 procent na samochody, motocykle, zegary, zegarki i filmy. Cło od nadmiernych zysków nie tylko zostało przyjęte z zadowoleniem jako łapanie nieuczciwych spekulantów, ale okazało się również najbardziej dochodowym podatkiem, przynoszącym około jednej czwartej całkowitego dochodu w drugiej połowie wojny. Wykorzystując w

ten sposób niesprawiedliwą „inflację zysków” czasu wojny „brytyjski skarb państwa, metodą prób i błędów, zbliżył się tak bardzo do idealnie właściwej procedury [podatkowania], jak tylko można było się spodziewać” (Keynes 1930). Cła importowe McKenny, nałożone jako tymczasowe naruszenie wolnego handlu w celu uzyskania rozpaczliwie potrzebnych dochodów, miały zostać później wzmacnione w celu ochrony krajowego przemysłu. Jakkolwiek chwalebna mogłaby być jego polityka podatkowa, jego polityka pożyczkowa była mniej natchniona. Druga pożyczka wojenna, którą wydał w lipcu 1915 r. przy 95, miała nominalną stopę 41/2 procent, cały 1 procent wyższą niż Lloyd George, i ustanowiła zły precedens. Trzecia pożyczka wojenna, luty 1917 r., i powojenna pożyczka Victory Loan z czerwca 1919 r., obie wydane po 95, miały 5-procentowy kupon (4-procentowa opcja wolna od podatku została w dużej mierze zignorowana). Ponadto wszystkie trzy ostatnie pożyczki miały to, co można by nazwać przywilejami „odwrotnej konwersji”, dzięki którym właściciele poprzednich, tańszych akcji mogli dokonać konwersji na nowe, dłuższe, ale wyżej oceniane akcje, w efekcie podnosząc stopy wstecznie, a tym samym zwiększając obciążenie usługami i transferami w powojennej deflacji. To, co zaczęło się za Lloyd'a George'a jako umiarkowanie tania wojna na poziomie około 32/3 procent, przerodziło się w drogą wojnę finansowaną na poziomie znacznie przekraczającym 5 procent. Nie tylko całkowita ilość pożyczek była nadmierna, co jest zrozumiałe ze względu na uciążliwą niepopularność podatków, ale także cena, dla której nie było żadnego akceptowalnego usprawiedliwienia. Pożyczki były nadsubskrybowane i w bardzo krótkim czasie osiągnęły swoje docelowe kwoty. Tak więc trzecia pożyczka wojenna udzielona przez Bonar Law w lutym 1917 r. (kiedy gubernator Banku Anglii nalegał na utrzymanie wysokiej stopy 5 procent) otrzymała wnioski o 1 000 000 000 funtów od około 5 289 000 subskrybentów w ciągu sześciu tygodni. Pierwsza pożyczka w wysokości miliarda funtów w historii świata została w ten sposób zaciągnięta z zaskakującą łatwością i szybkością, co skłoniło rząd do kontynuowania tego poprzez system ciągłego pożyczania „na żądanie” poprzez emisję Narodowych Obligacji Wojennych, których cztery serie zostały wyemitowane między październikiem 1917 r. a majem 1919 r. Zamiast wykorzystać swoją monopsoniczną władzę jako jedynej nabywcy naprawdę dużych pożyczek w czasie wojny, aby uzyskać takie pożyczki po niskiej stopie, rząd przewrotnie płacił wyższe stopy procentowe niż było to konieczne, co zwiększyło obciążenie służbą zarówno w czasie wojny, jak i po niej, gdy narzucił również ukryte koszty wyższego bezrobocia i niższych inwestycji sektora prywatnego, niż miałyby to miejsce w innym przypadku. Krytyka Lloyd'a George'a jest w pełni uzasadniona: „Przyjęcie zasady, że rząd brytyjski musiał płacić stawkę komercyjną... miało kosztowne następstwa. Działanie McKenny miało bez wątpienia pełne upoważnienie wiodących kręgów bankowości i finansów, ale te kręgi w żadnym wypadku nie mogą być uważane za nieomyślnych doradców” (1938). Te ograniczenia dotyczyły jeszcze silniej krótkoterminowych pożyczek, gdzie chęć Banku Anglii, aby utrzymać mocnego funta na walutach obcych, była dodatkowym czynnikiem pomagającym podnieść rynkowe stopy procentowe, np. stopa emisji obligacji skarbowych w 1916 r. wynosiła 6 procent, stopa bankowa w lipcu 1916 r. została również podniesiona do 6 procent i pozostała na tym poziomie do stycznia następnego roku; a 5 procent płacono od „depozytów specjalnych”, które banki przechowywały w Banku Anglii. Nieuchronnie pojawił się konflikt między potrzebą rządu, choćby słabo wyrażoną, taniego finansowania a uwielbieniem rynku przez Bank Anglii i jego przekonaniem, że nadal stosuje standard złota, konflikt tym bardziej zaostrowany przez apodyktyczną postawę gubernatora, sir Waltera Cunliffe'a, zgodnie z powszechną opinią autokratycznego tyrana i „jednego z najwredniejszych ludzi, którzy kiedykolwiek byli gubernatorami” *Banking World*, sierpień 1989, 55). Cunliffe nie tylko naciskał na bezwzględną potrzebę wysokich stóp procentowych dla kanclerza, Bonara Lawa, ale także ingerował w instrukcje wysyłane pocztą przez kanclerza do skarbu państwa w Ottawie dotyczące sprzedaży złota. Kłótnia z Cunliffe'em była „najgorszą plamą na relacjach między gubernatorami a kanclerzami” (Sayers 1976). Dopiero natychmiastowa groźba ze strony Lloyd'a George'a, że znacjonalizuje Bank, spowodowała, że Cunliffe się poddał; obiecał „skonsultować się z Kanclerzem w sprawie ogólnych

warunków dotyczących kredytu”, ale „nie zaproponował wówczas ani w żadnym innym czasie uzyskania specjalnej sankcji Kanclerza w odniesieniu do takich zmian, jakie można by rozważyć w Bank Rate” (Clay 1957). Kwestia suwerenności monetarnej między Skarbem Państwa a Bankiem została więc odroczone na trzydzieści lat, aż do znacjonalizowania Banku w 1946 r. Można by przynajmniej powiedzieć na korzyść Cunliffe’a, że przy pomocy agenta Banku w Nowym Jorku, J. P. Morgan & Co., funt utrzymywał się w granicach 2 procent swojego parytetu mennicznego przez większość wojny, co umożliwiło Wielkiej Brytanii uzyskanie pełnej wartości pożyczek zaciągniętych za granicą w łącznej kwocie 1365 milionów funtów, głównie ze Stanów Zjednoczonych, co częściowo pomogło zrekompensować większą kwotę 1741 milionów funtów, którą Wielka Brytania pożyczyła swoim sojusznikom. Podsumowując, Wielka Brytania zapłaciła za znacznie więcej niż za swój własny wysiłek wojenny; Jednak pomimo wyniszczającego ciężaru wojny istniało powszechne, euforyczne pragnienie jak najszybszego powrotu do standardu złota, który uważano za symbol, a jeśli nie przyczynę, to przynajmniej niezbędny warunek niedawno zajętej przez Wielką Brytanię pozycji supremacji finansowej i handlowej.

### **Nieudana walka o nowy standard złota, 1918–1931**

W ścisłym sensie prawnym standard złota nadal obowiązywał w czasie wojny, chociaż kopalnie i okręty podwodne, sprawiając, że koszty ubezpieczenia były niebotycznie wysokie, skutecznie uniemożliwiały swobodny import i eksport złota. W rezultacie dopiero po zakończeniu wojny prawo dostrzegło, że Wielka Brytania odeszła od złota w sierpniu 1914 r. Zgodnie z Regulaminem Obrony Królestwa z 1 kwietnia 1919 r. eksport złota był prawnie zabroniony, ale przepisy te zostały zmienione przez Ustawę o kontroli eksportu złota i srebra z 1920 r. w taki sposób, aby ułatwić ponowne ustanowienie Londynu jako głównego rynku złota. Byłby to środek, dzięki któremu, wspierany atrakcyjnie wysokim kursem bankowym, wystarczające rezerwy złota mogłyby zostać przyciągnięte do Banku Anglii, aby powrócić do standardu złota we wszystkich jego podstawowych formach. Jednoznaczne wskazówki dotyczące tej obiecanej krainy zostały dostarczone przez Raporty Cunliffe'a. Kiedy Lord Cunliffe przeszedł na emeryturę po pięcioletnim okresie urzędowania jako gubernator (1913–18), został mianowany przewodniczącym „Komitetu ds. walut i wymiany walut po wojnie”, który niezwłocznie wydał swój Raport tymczasowy (Cd 9182) w sierpniu 1918 r., a następnie Raport końcowy w grudniu 1919 r. Cunliffe był człowiekiem niewielu słów, więc w przeciwieństwie do większości dochodzeń w sprawie pieniędzy, raporty są krótkie, zwięzłe i konkretne, i zawierają jasne, pewne wnioski obliczone na zadowolenie miasta – i ukrzyżowanie gospodarki na przestarzałym krzyżu ze złota. Raport tymczasowy, liczący około pół tuzina stron w cenie 6 pensów (lub 2,5 pensa), uznał, że ustawa z 1844 r. „ogólnie rzecz biorąc została w pełni uzasadniona doświadczeniem”, a zatem „skuteczny standard złota powinien zostać przywrócony bezzwłocznie”. Nawet w swojej pojedynczej i pozornie śmiałej innowacji, wierząc, że „wewnętrzny obieg złota nie był ani konieczny, ani pożądanym”, konserwatywnie nawiązywał do sugestii po raz pierwszy wysuniętej przez Ricarda w 1811 r. Proponując przywrócenie wymienialności w odniesieniu do sztabek złota, Ricardo argumentował, że standard złota można by przywrócić przy oszczędności w wykorzystaniu złota, minimalnym drenażu światowych zasobów złota i pełnym poleganiu na tanim papierze w wewnętrznym obiegu. Cunliffe uważał za niezbędny warunek wstępny wymienialności redukcję rządowego zadłużenia, zwłaszcza długu płynnego, nawet jeśli oznaczało to politycznie niesmaczną „ostrożność w odniesieniu do dalekosiężnych programów mieszkaniowych i innych schematów rozwoju” – atak na przyciągającą głosy politykę Lloyda George’a dotyczącą „domów odpowiednich dla bohaterów”. Zasada z 1844 r. dotycząca stałej emisji powierniczych papierów wartościowych powinna zostać przywrócona, a emisje papierów wartościowych Skarbu Państwa powinny zostać połączone z emisjami Banku Anglii i być przez niego kontrolowane. Jak widzieliśmy, Cunliffe, gdy był gubernatorem (przez okres dłuższy niż którykolwiek z jego 107 poprzedników), bez skrupułów walczył o utrzymanie możliwie najwyższego stopnia

niezależności Banku od rządu, a to zaprzestanie emisji papierów wartościowych przez rząd było postrzegane jako coś więcej niż tylko symbol. Tak więc w końcowym raporcie stwierdzono: „Nie znaleźliśmy niczego w doświadczeniach wojny, co fałszowałoby wnioski z poprzednich doświadczeń, że przyjęcie waluty niewymienialnej na złoto prawdopodobnie w praktyce doprowadzi do nadmiernej emisji”. Uznano za konieczne zmniejszenie pozostałej emisji papierów wartościowych Skarbu Państwa, sugerując, że rzeczywista maksymalna emisja każdego roku powinna zostać zmniejszona do momentu, aż nie będzie obciążenia rezerw złota Banku wynoszących około 150 milionów funtów, poziomu, który Cunliffe uzyskał nieuczciwie w czasie wojny. Przewaga stopy bankowej została potwierdzona w oświadczeniu raportu, że „uznana machina, która działała w celu powstrzymania odpływu kapitału zagranicznego i spekulacyjnej ekspansji kredytu w tym kraju, musi być utrzymywana w stanie roboczym i nie powinna być omijana przez żadną próbę kontynuowania różnicowych stóp procentowych dla waluty krajowej i obcej”. Zajął to znacznie więcej czasu niż oczekiwano, aby ustanowić nowy „Standard złota sztabkowego”, a jeszcze więcej czasu zajęło połączenie banknotów skarbowych z banknotami Banku. Po złagodzeniu ograniczeń wojennych funt szybko spadł z kursu 4,76 USD, do którego był powiązany – i który wyglądał złudnie blisko kursu przedwojennego, do którego wówczas prawie powszechnie zakładano, że Wielka Brytania powinna powrócić – do rekordowo niskiego (do tego czasu) poziomu 3,21 USD w lutym 1920 r. Ceny rosły znacznie szybciej w okresie powojennego boomu w latach 1919–20 niż w ciągu czterech lat wojny, a aby powstrzymać spekulacje i podnieść wartość zewnętrzną funta, stopa bankowa została podniesiona do 7 procent w kwietniu 1920 r., najwyższego poziomu (poza jednodniową podwyżką do 10 procent w sierpniu 1914 r.) od 1873 r. i utrzymywana na tym karnym poziomie przez bezprecedensowo długi okres dwunastu miesięcy. Boom szybko się skończył: ceny spadły, bezrobocie wzrosło; ale docelowy kurs wymiany dolara stopniowo się odbudowywał, aby umożliwić osiągnięcie pożądanego standardu złota, bez względu na surowe skutki wewnętrzne. Indeks cen The Economist, z 1913 = 100, ledwo się podwoił podczas wojny i osiągnął zaledwie 212 do marca 1919, ale podskoczył do 310 w marcu 1920, tylko po to, by spaść gwałtownie do 158 do marca 1922. Zarejestrowane bezrobocie wynosiło zaledwie 4 procent w październiku 1920, ale gwałtownie wzrosło do 15,4 procent do marca 1921 i do 18 procent przed końcem tego roku. Funt wzrósł znacząco, wahając się między 4,70 a 4,33 dolara w 1923 roku. W czerwcu 1924 roku, wiedząc, że ustawa o kontroli eksportu złota i srebra miała wygasnąć do końca 1925 roku, rząd powołał komisję skarbową, aby ostatecznie przygotować się do wdrożenia propozycji Cunliffe'a. W swoim raporcie potwierdził pogląd City, że „w naszej opinii, jako praktyczna współczesna polityka dla tego kraju nie ma alternatywy porównywalnej z powrotem do dawnego parytetu złota suwerena” (Raport Komitetu Skarbu Państwa na temat waluty i emisji banknotów Banku Anglii, 1925, paragraf 8). 13 maja weszła w życie ustawa o standardzie złota z 1925 r., zobowiązująca Bank do sprzedaży złota w minimalnych ilościach sztabek złota o wadze 400 uncji trojańskich po cenie 3 funtów, 17 szylingów i 10 pensów za uncję. Propozycje Cunliffe'a zostały zrealizowane z dziesięcioletnim opóźnieniem, wraz z uchwaleniem ustawy Currency and Bank Notes Act z 1928 r. Jednym z celów starej ustawy Bank Charter Act z 1844 r. było zastąpienie prywatnych banknotów banknotami Banku Anglii – choć był to długi proces, który trwał prawie siedemdziesiąt lat, zanim ostatni emitujący banknoty bank akcyjny, Fox, Fowler & Co., zrezygnował z wydawania po przejęciu przez Lloyds w 1921 r., umożliwiając w ten sposób Bankowi Anglii zwiększenie emisji powierniczej do ostatecznego maksimum na mocy ustawy z 1844 r., tj. do 193/4 mln funtów. Zajął to zaledwie kilka tygodni, aby ogromna emisja bonów skarbowych, na mocy warunków nowej ustawy, została przejęta poprzez zwiększenie emisji powierniczej Banku do 260 mln funtów. Znaczny zysk z emisji banknotów przez Bank miał odtąd trafić do Skarbu Państwa, a co ważniejsze, nałożono bardziej elastyczny limit na uprawnienia Banku do zmiany limitu powierniczego. Ustawa, jako zawór bezpieczeństwa na wypadek sytuacji nadzwyczajnych, pozwalała Bankowi przekroczyć przepisane maksimum, za zgodą Skarbu Państwa, na okres do sześciu miesięcy, po czym wymagane było upoważnienie parlamentarne. W ten sposób, w rzeczywistości i niemal nieświadomie,

otworzono drzwi, które umożliwiłyby arbitralne zmienianie podaży banknotów, zgodnie z osądem Banku lub Skarbu Państwa, zamiast polegać bezpośrednio na zmianach rezerw złota – otwarte drzwi, które w ciągu trzech lat miały zostać w pełni wykorzystane. W zewnętrznej formie podstawowa struktura z 1844 r. została pracowicie przebudowana, aby stawić czoła znacznie silniejszym burzom lat dwudziestych. Wkrótce stało się jasne, że nie wytrzyma obciążenia. Zaniepokojony rząd zastanawiał się, co jeszcze można zrobić. Aby im pomóc w odkryciu tego, powołali w 1929 r. pod przewodnictwem Lorda Macmillana Komitet Finansów i Przemysłu, forum, na którym działacz związkowy Ernest Bevin, profesor T. E. Gregory i przede wszystkim pan J. M. Keynes, próbowali odciągnąć uwagę City, a w szczególności gubernatora Banku Anglii, pana Montagu Normana, od sceny międzynarodowej, która zawsze wydawała się hipnotyzować finansistów, na ponury, przyziemny spektakl wewnętrznej sceny przemysłowej i długie kolejki bezrobotnych. Skład Komitetu Macmillana gwarantował, że powiązanie w jego nazwie i zakresie między „finansami” a „przemysłem” okazało się polaryzacją między połączonymi klasycznymi poglądami City of London i Skarbu Państwa z jednej strony, a poglądami regionów przemysłowych Północy i Zachodu sprzymierzonych z rodzącą się ekonomią keynesowską z drugiej. Zanim przejdziemy do prześledzenia narastania tego wewnętrznego konfliktu, który trwał w różnych energicznych formach przez cały wiek, najpierw trzeba zobaczyć, jak zewnętrzna polityka finansowa brytyjskiego rządu w okresie międzywojennym była w niezwykle silnym stopniu kształtowana przez Bank Anglii pod wodzą jego 110. gubernatora, Montagu Colleta Normana. Norman został wybrany gubernatorem 15 kwietnia 1920 r. i uznano go za tak niezastąpionego, że kontynuował tę funkcję przez niepodważalny rekord dwudziestu czterech lat. Nadal trwają spory o zalety jego rządów, ale przyjaciele i wrogowie zgadzają się, że po takim doświadczeniu pewne jest, że żadnemu gubernatorowi nie zostanie przyznane tak długie panowanie, ani tym samym nie będzie w stanie zdobyć osobistej władzy, jaką tak długi okres urzędowania nieuchronnie daje urzędującemu. Nikt nie był bardziej zaangażowany w finansową odbudowę Europy po wojnie niż Norman. Co zaskakujące, jego najbardziej wpływowym sojusznikiem w tej części polityki zagranicznej był Keynes. Keynes był oficjalnym przedstawicielem Skarbu Państwa na paryskiej konferencji pokojowej, ale zrezygnował 7 czerwca 1919 r. jako protest przeciwko próbie wyegzekwowania od Niemiec, jak uważał, niebezpiecznie wysokich reparacji wojennych. W ciągu zaledwie sześciu miesięcy opublikował *The Economic Consequences of the Peace* (1920), gdzie w swoim błyskotliwym i płynnym stylu opowiadał się za pomocą dla niemieckiej i austriackiej odbudowy, zamiast wymierzania zemsty (ku wielkiemu obrzydzeniu Francuzów) i wzajemnego anulowania długów wojennych sojuszników (ku przerażeniu Stanów Zjednoczonych). Podkreślił, że „USA są tylko pożyczkodawcą. Wielka Brytania pożyczyła około dwa razy więcej niż pożyczka [podczas gdy] Francja pożyczyła około trzy razy więcej niż pożyczka”. „Istnienie wielkich długów wojennych stanowi zagrożenie dla stabilności finansowej wszędzie” – napisał, dodając proroczo, że „nie ma kraju europejskiego, w którym odrzucenie długów nie mogłoby wkrótce stać się ważną kwestią polityczną”. Chociaż popierał francuskie roszczenia do węgla z Zagłębia Ruhry, ogólnie uważał, że niemożliwe byłoby dla Europy Środkowej, „głodującej i rozpadającej się na naszych oczach”, odbudowanie swojej gospodarki bez pomocy z zewnątrz. „Jestem zatem” – powiedział – „zwolennikiem pożyczki międzynarodowej”, aby natychmiast pomóc w takim zadaniu. Pomysł pożyczki dla Austrii, początkowo łatwiejszej do sprzedania politycznie, a następnie dla Niemiec, został entuzjastycznie przyjęty przez Normana. Jednak w obliczu amerykańskiej presji Norman nie był skłonny naciskać na inny cel Keynesa, jakim było zabezpieczenie wzajemnego anulowania długów sojusznicznych. Norman nalegał, jak uważał każdy dobry bankier, na spłatę brytyjskich długów wobec Ameryki w całości – a ponadto według parytetu sprzed wojny, za cokolwiek mniejszego byłoby oszustwem – bez względu na to, kto inny ogłosił niewypłacalność i jak wielki ciężar spoczywałby na Wielkiej Brytanii. Jak inaczej można było utrzymać znakomitą reputację City of London? Norman wywarł silny wpływ na dwie konferencje Ligi Narodów, w Brukseli w 1920 r. i w Genewie w 1922 r., w ich próbach powszechnego przywrócenia standardu złota w Europie i chwalił się, jak Bank Anglii „zdołał



uzyskać mniej lub bardziej drogi raport pieniężny od bardziej niż mniej taniego komitetu pieniężnego” (Sayers 1976). Liga Narodów, z wpływowym poparciem Normana, pomogła uzyskać międzynarodową pożyczkę stabilizacyjną dla Austrii w 1923 r. i dla Węgier w 1924 r. Tymczasem galopująca inflacja w Niemczech zbliżała się do punktu kulminacyjnego. Komisja pod przewodnictwem amerykańskiego generała Charlesa G. Dawesa opowiadała się za modyfikacją, która złagodziłaby ciężar reparacji dla Niemiec, których wypłata miała być nadzorowana przez Komisję Reparacyjną. Naciskała również na pilną potrzebę międzynarodowej pożyczki w wysokości 40 milionów funtów wraz z nadzorem sojuszniczym nad niemieckimi instytucjami finansowymi w zakresie niezbędnym do zagwarantowania wypłaty nowego harmonogramu reparacji bez nadmiernego obciążania procesu stabilizacji, który wówczas z powodzeniem realizował Hjalmar Schacht, prezes Reichsbanku i wierny, bliski przyjaciel Montagu Normana. Ponowne trudności doprowadziły w 1929 r. do utworzenia nowej komisji sojuszniczej pod przewodnictwem Owena D. Younga, wybitnego amerykańskiego bankiera. Oprócz pomocy w uzyskaniu nowej pożyczki międzynarodowej dla Niemiec i przywróceniu przepływu reparacji, być może najważniejszym rezultatem Young Commission było utworzenie w 1930 r. Banku Rozrachunków Międzynarodowych, początkowo w celu pomocy, jak wskazuje jego nazwa, w przewyżnianiu problemów związanych z tak ogromnymi transferami finansowymi, ale później odgrywającego kluczową rolę jako forum dla bankierów centralnych. Francuzi nie byli specjalnie zachwyceni tym, co uważali za zbyt łagodne traktowanie Niemiec i zrzucili dużą część winy, jeśli chodzi o kwestie finansowe, na Keynesa i Normana, czego rezultaty miały doprowadzić do zwiększonych trudności dla brytyjskich prób zarówno utrzymania standardu złota, jak i rozszerzenia brytyjskiego systemu na międzynarodowy standard wymiany złota. Poza podobną proniemiecką polityką Norman i Keynes byli całkowitymi przeciwieństwami. Norman gardził intelektualistami: zwykł chełpić się, że w Eton był na dnie (choć nawet w tej kwestii się mylił). Nie cierpiał, gdy Keynes dawał mu się we znaki podczas dochodzeń Komitetu Macmillana, i chociaż nigdy nie mógł mieć nadziei na wygraną wojny na słowa z Keynesem (kto by mógł?), pogardliwe i aroganckie podejście Normana do krytyków zostało podsumowane w ostatnim zdaniu jego przemówienia, gdy był gościem honorowym na bankiecie Lorda Burmistrza w Londynie w październiku 1933 r.: „Psy szczekają, ale karawana jedzie dalej” – pewnie, ale w złym kierunku, można by dodać (A. Boyle 1967). Norman poświęcił się całkowicie, bezinteresownie i całkowicie Bankowi na pełen etat przez dwadzieścia dziewięć lat, podczas których nie otrzymał ani grosza pensji. Uważał interesy Wielkiej Brytanii i City za jedno i najlepiej byłoby, gdyby na pierwszym miejscu znalazły się zewnętrzne aspekty polityki pieniężnej. Dzięki temu podniósł międzynarodowy prestiż Banku do 1930 r., prawdopodobnie do najwyższego poziomu. Jednak spychając wewnętrzny wzrost gospodarczy i problem bezrobocia na drugie miejsce, jego ukochany standard złota był skazany na załamanie, a wraz z nim na utratę prestiżu Banku Anglii, który tak ciężko budował. Ataki Keynesa na standard złota nie były jedynie błyskami retrospekcji. Tuż przed powrotem do złota napisał: „Brytyjska opinia publiczna ponownie podda swoje szyje Złotemu Jarzmu, być może jako preludium do zrzucenia go na zawsze w niedalekiej przyszłości” (1925). Powody, dla których uważał parytet 4,86 dolara za co najmniej o 10 procent za wysoki, zostały przedstawione w jego 32-stronicowej broszurze *The Economic Consequences of Mr Churchill* (1925b), prawdziwej polemicznej bombie. Churchill później przyznał, że ten epizod był największym błędem w jego karierze politycznej. Ostrzeżenie Keynesa o strajkach, które miały nastąpić po próbach obniżenia cen i płac na tyle, aby móc konkurować za granicą, szybko znalazło odzwierciedlenie w dziewięciodniowym strajku generalnym od 4 do 13 maja 1926 r., wywołanym strajkiem górników, który trwał ponad sześć miesięcy. Co prawda, było wiele innych przyczyn konfliktu oprócz parytetu funta, w tym chroniczne niedoinwestowanie, utrudniające związki zawodowe, nieekonomiczny rozmiar większości kopalń, utrata rynków z powodu francuskiej aneksji Saary i zajęcia przez nią w styczniu 1923 r. Zagłębia Ruhry, przejście Royal Navy z węgla na ropę itd. – ale wysoka wartość funta i wysokie stopy procentowe wymagane do utrzymania funta były czymś więcej niż tylko ostatnią kroplą. To, co dzisiaj nazwalibyśmy środkami zaradczymi po stronie podaży, jakkolwiek

konieczne, było nieskuteczne, biorąc pod uwagę silny deflacyjny nacisk polityki rządowej, który nieuchronnie wynikał z nacisku rządu na podążanie za instynktownym przywiązaniem City do przedwojennego parytetu. Wszystkie te argumenty zostały szeroko przedstawione w raporcie Macmillana, którego jedyną nowością było podkreślenie tego, co później nazwano „luką Macmillana”, a mianowicie, że w innym przypadku doskonale instytucje finansowe kraju nie zapewniły wystarczających środków, aby umożliwić małym i średnim firmom uzyskanie długoterminowych lub stałych funduszy, których potrzebowały do rozwoju. Chociaż niewiele zrobiono, aby wypełnić tę rzekomą lukę w okresie międzywojennym, pojawiła się ona ponownie w wielu podobnych raportach, aż do Cruickshanka (2000). W tym czasie i później tradycyjni bankierzy zaprzeczali jej istnieniu lub bagatelizowali jej istnienie, udzielając odpowiedzi, która stała się standardową: „Dzisiaj jednak głównym problemem nie jest ograniczenie kwoty dostępnego kredytu bankowego, ale niechęć akceptowalnych kredytobiorców do zgłaszania się”. Komitet Macmillana potwierdził pogląd, że zarządzanie krajową walutą nie może być już „automatyczne”, lecz musi zostać oddane pod nadzór Banku Anglii, który chwalił za gotowość do akceptowania ewolucyjnych zmian: „Nie byłoby to prawdziwym obrazem przedstawianie nowych i żywych elementów współczesnej myśli... przytrzymywanych ciężarem konserwatyizmu Banku Anglii”. Ta maskarada wkrótce przestała być prawdziwa. Zewnętrznie, jak stwierdzono w raporcie z niezaprzeczalnymi dowodami, zasady gry w standardzie złota nie były przestrzegane. Kraje, które, podobnie jak USA, otrzymały duże ilości złota, zneutralizowały normalne skutki dla swoich poziomów cen, podczas gdy tradycyjnie duży gromadzący złoto Francja ustaliła wartość swojej waluty na zbyt niskim poziomie w porównaniu z funtem, podobnie jak wiele innych krajów, w tym Belgia, Japonia, Niemcy i Włochy, co znacznie utrudniło brytyjskiemu u eksportowi konkurowanie, a także sprawiło, że Bank Anglii musiał próbować utrzymać znacznie większe rezerwy złota niż było to konieczne w czasach, gdy sam Londyn był dominującym światowym centrum finansowym. Niemniej jednak raport większościowy Macmillana uparcie odrzucał dewaluację, która byłaby „szokiem dla naszego międzynarodowego kredytu”. Być może jego najbardziej znana, pewna siebie wypowiedź dotyczyła roli stopy procentowej: „Nie ma wątpliwości, że polityka stopy procentowej jest absolutną koniecznością dla prawidłowego zarządzania systemem monetarnym i że jest to najbardziej delikatny i piękny instrument do tego celu”. Raport opublikowano w czerwcu 1931 r.; w ciągu kilku miesięcy Wielka Brytania odeszła od złota, a w czerwcu 1932 r. wyrzuciła stopę procentową do kosza na dwadzieścia lat. Jest to kolejna żywa ilustracja nagłości wahadła od jednej skrajnej pozycji nadmiernego szacunku dla kluczowej cechy teorii i praktyki monetarnej do przeciwnego ekstremum całkowitego odrzucenia. Jest niewiele rzeczy bardziej imponujących niż wyniosła analityczna pewność, z jaką fundamentalne teorie pieniądza są przez jakiś czas niemal powszechnie uznawane, tylko po to, by zostać odrzuconymi na rzecz diametralnie przeciwnej, ale równie stanowczo i szeroko uznawanej nowej ortodoksji, która z kolei trwa, dopóki cały proces nie odwróci się nagle po pokoleniu lub dwóch. To właśnie ten proces spolaryzowanej zmiany jest długoterminową stałą w historii pieniądza, punkty zmian naturalnie występujące w krótkich okresach tak oczywistego kryzysu w sprawach monetarnych, że dogłębne dochodzenia prowadzone przez władze monetarne odbywają się wraz z nasileniem teoretycznych dyskusji ekonomistów i innych osób, takich jak dziennikarze finansowi, a nawet przez zwykle powściągliwą grupę bankierów. Zrodzone z kryzysu, nowe praktyki monetarne szybko powstają, a towarzyszą im w raczej niespiesznym tempie odpowiednie teorie, które rządzą, dopóki następny kryzys lub seria kryzysów nie spowoduje odwrotnego wahania w całym procesie. Odejście od złota, odrzucenie folkloru stopy bankowej, zmiana z drogiego pieniądza na tani pieniądz, z wolnego handlu na ochronę i z doskonałej konkurencji na monopol oznaczały początek rewolucyjnej i bardziej ogólnej zmiany z ekonomii klasycznej na keynesowską w latach 30. XX wieku. Razem stanowią one jeden z najwyraźniejszych przykładów szeregu takich dramatycznie spolaryzowanych zmian w szalonym biegu XX wieku, częściowo spowodowanych i w dużej mierze odzwierciedlonych w postawach opinii publicznej wobec teorii i

praktyk monetarnych. „W ostatnich latach” – napisał Keynes z nietypowym niedopowiedzeniem – „większość ludzi stała się niezadowolona ze sposobu, w jaki świat zarządza swoimi sprawami pieniężnymi” (1930). W 1936 roku Keynes zaczął przekonywać świat, że „cechy... zakładane przez teorię klasyczną nie są cechami społeczeństwa ekonomicznego, w którym faktycznie żyjemy, w wyniku czego jej nauczanie jest mylące i katastrofalne, jeśli spróbujemy je zastosować” (1936). Kiedy standard złota został zdezonizowany – przez przypadek, a nie celowo – tradycyjne znaczenie, jakie polityka pieniężna zajmowała w teorii klasycznej, również zostało zdegradowane i nie zostało przywrócone przez czterdzieści lat, podczas których większość z nich miały dominować koncepcje keynesowskie (niekoniecznie takie same jak koncepcje Keynesa). Impulsem, który doprowadził do zakończenia brytyjskich prób utrzymania standardu złota, był upadek austriackiego banku Creditanstalt w czerwcu 1931 r., co doprowadziło do upadku wielu banków niemieckich i zapoczątkowało nową falę „gorącego pieniądza” w światowych centrach finansowych. Zwiększona zmienność tak dużych depozytów oznaczała, że rezerwy złota, które przed 1914 r. wydawałyby się wystarczające, były teraz po prostu niewystarczające, podczas gdy pieniądze nastawione na znalezienie bezpieczeństwa były znacznie mniej wrażliwe na wysokie stopy procentowe banków niż wcześniej. Depozyty City były znacznie bardziej podatne na obawy polityczne, w tym antypatię do brytyjskiego rządu Partii Pracy, który od czasu wyborów w 1929 r. wydawał się bankierom zbyt słaby, aby podjąć surowe środki uznane za niezbędne do wyleczenia słabego bilansu handlowego i niezrównoważonego budżetu. Raport Macmillana, w niestety krytycznym momencie, ujawnił niebezpieczny stopień, w jakim rezerwy Wielkiej Brytanii były uzależnione od krótkoterminowych, a zatem potencjalnie zmiennych depozytów. Obawy z tego powodu wzrosły z powodu wahania rządu w stosowaniu się do zaleceń raportu z maja, opublikowanego 31 lipca 1931 r., dotyczących drastycznych cięć wydatków na bezrobocie i płace w sektorze publicznym. Pomimo sukcesu Banku Anglii w pożyczeniu 25 milionów funtów z Nowego Jorku i tyle samo z Paryża 1 sierpnia, drenaż zewnętrzny trwał, częściowo dlatego, że tego samego dnia Bank, za zgodą Skarbu Państwa, zwiększył emisję papierów wartościowych o 15 milionów funtów. Chociaż wzrost ten miał dotyczyć tylko trzech tygodni szczytu sezonu świątecznego, wywołał obawy o tendencję inflacyjną, która jeszcze bardziej podniesie ceny brytyjskie niż u konkurentów kraju. Nasilenie kryzysu doprowadziło do upadku rządu Partii Pracy i zastąpienia go przez tego samego premiera, Ramsaya MacDonalda, rządem „krajowym” 24 sierpnia. Nowy rząd zdołał pokonać „bankierską rampę” na tyle, by 31 sierpnia zaciągnąć nową pożyczkę w wysokości 80 milionów funtów, ponownie podzieloną po równo między Nowy Jork i Paryż. Budżet awaryjny z 8 września obejmował wśród środków ekonomicznych drastyczne cięcia wynagrodzeń w sektorze publicznym. Tydzień później, w ramach protestu, niższe rangi trzech okrętów Royal Navy w Invergordon odmówiły mobilizacji, co zostało okrzyknięte na całym świecie „buntem”. Nieuniknione przyspieszenie utraty i tak już niskich rezerw złota doprowadziło 20 września do oficjalnego ogłoszenia decyzji „o tymczasowym zawieszeniu działania standardu złota”. Ironicznie rzecz biorąc, Norman nie był zaangażowany w decyzję o odejściu od złota, ponieważ w tym czasie wracał z Kanady. Błędnie zinterpretował nawet depeszę swojego zastępcy gubernatora – „Stara Dama wyrusza w poniedziałek” – jako dotyczącą planów urlopowych jego matki (A. Boyle 1967). Niezbędny projekt ustawy został uchwalony 21 września. Nie bez niedopowiedzenia zatytułowano ją „The Gold Standard (Amendment) Act 1931”, ale ta „tymczasowa poprawka” okazała się na szczęście trwałym porzuceniem. Złote kajdany zostały zerwane na zawsze. Po nieuniknionym opóźnieniu nowa swoboda przyjęcia polityki taniego pieniądza pomogła doprowadzić do stałego ożywienia aktywności gospodarczej. Siły, które doprowadziły do tej doniosłej decyzji, zostały w pełni przeanalizowane przez (między innymi) profesora Moggridge'a w *The Return to Gold 1925* (1969), a jej wyniki zostały prześledzone w jego badaniu *British Monetary Policy 1924–31* (1972). Polityka tamtego okresu pozostaje wysoce kontrowersyjna, rozpalona na nowo przez kryzysy ERM w latach 90.

## Tanie pieniądze w okresie odbudowy, wojny i odbudowy, 1931–1951

Banki były w stanie poradzić sobie z dramatyczną zmianą z drogiego na tani pieniądz pomimo nadejścia światowej depresji ze względu na swoją strukturę i sposób działania. W przeciwieństwie do wciąż zlokalizowanych, regionalnych banków w USA i Europie, brytyjskie banki stały się silnymi monopolami narodowymi i ograniczyły swoje pożyczki niemal wyłącznie do krótkoterminowych, płynnych pożyczek. W ten sposób brytyjskie banki nie upadły, pomimo powszechnej upadłości przemysłowej. Jeśli chodzi o opinię publiczną w okresie międzywojennym, „Wielka Piątka” odnosiła się nie tyle do wielkich mocarstw, które wyszły zwycięsko z wielkiej wojny, ile raczej do banków Barclays, Lloyds, Midland, National Provincial i Westminster, które zakończyły swoje zdobycze fuzji w czasie wojny i wyłoniły się kontrolujące około dwóch trzecich całkowitych depozytów bankowych kraju, które w 1918 r. wyniosły 1500 milionów funtów. Liczba 115 banków z 1900 r. spadła do połowy tej liczby do 1918 r. i do trzydziestu sześciu do 1930 r., kiedy Wielka Piątka kontrolowała ponad 70 procent całkowitych depozytów. Do 1939 r. ta proporcja wzrosła do ponad trzech czwartych ówczesnych całkowitych depozytów wynoszących 2200 milionów funtów. Udział w rynku całkowitych depozytów w rękach Wielkiej Piątki został przynajmniej utrzymany, jeśli nie rzeczywiście zwiększony, w ciągu dwudziestu lat tanich pieniędzy, ponieważ w grudniu 1951 r. Wielka Piątka nadal odpowiadała za prawie 80 procent całkowitych depozytów bankowych w Wielkiej Brytanii. Ich monopolistyczna władza wzrosła pomimo znacznego sprzeciwu. Sprzeciw ten po raz pierwszy ukazał się w jakiegokolwiek formie już w marcu 1918 r., kiedy rząd powołał Komisję Skarbu pod przewodnictwem Lorda Colwyna. Jego Raport o fuzjach banków (Cd 9052, 1 maja 1918) zalecał, aby „ze względu na wyjątkowy stopień, w jakim interesy całej społeczności zależą od banków”, wprowadzić ustawodawstwo ograniczające fuzje i ograniczające powiązane stanowiska dyrektorów. W następnym roku wprowadzono projekt ustawy w tej sprawie, ku wielkiemu obrzydzeniu bankierów, którzy „czuli, że sam fakt specjalnego ustawodawstwa, najwyraźniej opartego na założeniu, że banki stanowią zagrożenie dla kraju, jest dla nich obelgą, na którą w żaden sposób nie są świadomi, że zasłużyli” (Sayers 1976). Projekt ustawy został wycofany, a kompromis osiągnięto w „Porozumieniu skarbowym” z grudnia 1919 r., na mocy którego banki miały kierować wszelkie proponowane fuzje do skarbu państwa. Zakładano, że fuzje dużych banków nie będą dozwolone, ale że fuzje mniejszych banków będą generalnie nadal dozwolone. W rzeczywistości między 1919 a końcem 1951 r. miało miejsce około dwudziestu pięciu fuzji, głównie dość małych banków, i dopiero w latach 60. podstawowe założenie Porozumienia Skarbowego, które nie zezwalało dużym bankom na łączenie się ze sobą, zostało ponownie zakwestionowane. Wtedy pojawiły się nowe formy konkurencji, które miały zakwestionować monopolistyczną strukturę brytyjskiej bankowości i zmienić jej praktyki bankowe z tych, które najwyraźniej pokazały się w ciągu dwudziestu lat tanich pieniędzy, jako zasadniczo niechętne ryzyku i nieśmiałe wobec branży. Istniały jednak pewne godne uwagi wyjątki od obojętnego stosunku brytyjskich bankierów do pożyczek średnio- i długoterminowych, tym bardziej znaczące i zaskakujące, że przewodził temu nowatorskiemu procesowi nikt inny, jak Montagu Norman. Już w 1925 r. zachęcał do utworzenia United Dominions Trust w celu zapewnienia dostępu do kredytów ratalnych dla przemysłu. W 1928 r. Norman przekonał wszystkie duże banki (oprócz Midland) do przyłączenia się do Banku Anglii w celu zapewnienia kapitału na utworzenie Agricultural Mortgage Corporation, tak aby długoterminowe hipoteki, docelowo do trzydziestu lat, mogły być udzielane w celu pomocy dzierżawcom w zakupie ich gospodarstw. Bank pomógł w założeniu Securities Management Trust w 1929 r., Bankers' Industrial Development Company w 1930 r., a w 1934 r. jako natychmiastowej odpowiedzi na sugestie Macmillan Committee, Credit for Industry, w celu zaspokojenia potrzeb kapitałowych małych firm. Norman energicznie pomógł w „racjonalizacji” przemysłu inżynierskiego, stoczniowego, bawełnianego i stalowego. Ze względu na znaczenie w przemyśle obronnym, Armstrong-Whitworth, wieloletni klienci Banku, otrzymali pomoc w połączeniu z Vickers na początku lat 30. Bank zorganizował pożyczkę w wysokości

150 000 funtów dla Fairfield's Shipbuilding Company w 1933 r., a następnie dalszą pomoc dla Cunard, który po przejęciu kłopotliwej White Star Line, zbudował Queen Mary i Queen Elizabeth. W ramach racjonalizacji przemysłu stalowego Bank pomógł zmodernizować Stewarts and Lloyds w Corby, GKN & Baldwin w Cardiff, a przede wszystkim umożliwił Richardowi Thomasowi w Ebbw Vale ukończenie do 1938 r. pierwszej w Wielkiej Brytanii ciągłej walcowni blachy stalowej. Profesor Clay wykazał, że Norman był motywowany chęcią zapobieżenia bardziej bezpośredniej interwencji rządu w przemysł – racjonalizacja była preferowaną alternatywą dla nacjonalizacji. Przedstawia on również odważny, ale nieprzekonujący argument, że Bank po prostu rozszerzał swoją tradycyjną rolę pożyczkodawcy ostatniej szansy ze sfery bankowej na przemysł (1957). Bardziej poprawna interpretacja jest prawdopodobnie ta podana przez profesora Sayersa, który opisał „wtargnięcie Banku w problemy organizacji przemysłowej” jako „jeden z najdziwniejszych epizodów w jego historii: całkowicie niezgodny z całym dotychczasowym rozwojem Banku” (1976). Nie ma wątpliwości, że najbardziej niezwykle, ale ciepło przyjęte inicjatywy Normana odegrały kluczową rolę w ponownym wyposażeniu przemysłu inżynierskiego, stalowego i stoczniowego, aby stawić czoła bezprecedensowym wyzwaniom militarnym, które miały wkrótce nadejść we wrześniu 1939 r., a tym samym w znacznym, choć wyjątkowym zrekomensowaniu niechętniej postawy brytyjskich bankierów głównego nurtu wobec udzielania pożyczek na rozwój przemysłu. Zanim zajmujemy się korzyściami płynącymi z tanich pieniędzy w czasie wojny, należy najpierw zobaczyć, w jaki sposób tanie pieniądze pomogły znieść ciężar długu publicznego i pobudziły popyt na nieruchomości na znacznych, choć nierównomiernych obszarach Wielkiej Brytanii; obie te cechy przyczyniły się do ogólnego ożywienia gospodarczego kraju w latach 30. XX wieku. Jeśli ekonomiści postrzegają międzywojenny dług publiczny jako „obciążenie”, to nie dlatego, że został on stworzony przez jedno pokolenie i ponoszony przez potomnych, ale raczej dlatego, że jest on ponoszony niesprawiedliwie i nierównomiernie przez potomnych podzielonych na stosunkowo niewielu, zazwyczaj bogatych odbiorców dywidend z jednej strony i większość stosunkowo biedniejszych podatników z drugiej strony. Takie obciążenia i korzyści nie są równomiernie niwelowane i podlegają dość arbitralnym zmianom z powodu zmian ogólnego poziomu cen, przy czym większość stosunkowo biednych podatników jest szczególnie karana przez deflację – takie jak ta, która miała miejsce w latach 20. XX wieku. Spowodowało to, że rząd powołał Komitet ds. Długu Narodowego i Podatków w marcu 1924 r. pod przewodnictwem lorda Colwyna. Raczej ponury raport komisji ukazał się trzy lata później, a podczas gdy trzynastu członków komisji było zasadniczo zgodnych co do ciężaru długu, spierali się, czy taki ciężar prawdopodobnie spadnie (jeśli ceny wzrosną), czy wzrośnie jeszcze bardziej (jeśli ceny będą nadal spadać). Większość, pomimo przeciwnych dowodów Keynesa, wierzyła, że wszystko ostatecznie się ułoży, szczególnie dlatego, że w jakiś dziwny sposób wierzyli, że standard złota pomoże podnieść ceny. „Jeśli bieg historii jest jakimkolwiek wyznacznikiem, ceny z pewnością wzrosną i na ile można osądzić... przyszedł poziom cen będzie wyższy”. Czterech sygnatariuszy raportu mniejszościowego było mniej optymistycznych i po wykazaniu, jak roczne koszty obsługi długu narodowego wzrosły z 10 procent całkowitych przychodów w 1913 r. do 39 procent w 1925 r. i 38 procent w 1926 r. (i tym samym potwierdziło popularny szacunek, że spłata odsetek od długu kosztowała milion funtów za każdy dzień roboczy), doszli do wniosku, że „wydatki na nowe przedsięwzięcia, takie jak pomoc dla programów mieszkaniowych, i na rozwój istniejących usług, takich jak edukacja, są nieuchronnie ograniczone”. Był to wczesny, bolesny przykład wypierania inwestycji sektora publicznego. Wydarzenia miały udowodnić, że to upadek, a nie utrzymanie standardu złota umożliwiło złagodzenie ciężaru długu. Gdy tylko większa część 130 milionów funtów długu zagranicznego zaciągniętego w daremnej próbie wsparcia standardu złota została spłacona, Bank Anglii był w stanie obniżyć krótkoterminowe stopy procentowe, co zostało potwierdzone, jak widzieliśmy, ustaleniem stopy bankowej na poziomie 2 procent w czerwcu 1932 r. Długoterminowe stopy procentowe, o wiele ważniejsze niż krótkoterminowe stopy procentowe, jeśli chodzi o inwestycje w zasoby fizyczne, nie mogły zostać obniżone, dopóki inwestorzy mogli bez żadnego ryzyka osiągać

wysokie zyski z akcji rządowych. „Wielka konwersja” ponad 2000 milionów funtów akcji pożyczkowej z 5 procent do 31/2 procent, pomyślnie zorganizowana przez Bank Anglii w lipcu 1932 r., miała zatem kluczowe znaczenie dla położenia fundamentów pod boom budowlany w latach 30., który sam w sobie był wiodącym sektorem ogólnego ożywienia gospodarczego. Tani pieniądz pojawił się więc raczej przez przypadek niż celowo, ale po narodzinach polityka ta była, z jedną tylko wpadką, energicznie utrzymywana przez pokolenie, z wynikami, które były więcej niż przypadkowo korzystne. Obniżenie stopy procentowej wypłacanej od konsoli, w połączeniu ze stłumiającym efektem światowego kryzysu na inwestycje za granicą, skierowało brytyjskie oszczędności na inwestycje fizyczne w Wielkiej Brytanii w celu budowy nowych domów i fabryk dla nowszych gałęzi przemysłu. Towarzystwa budowlane w pełni wykorzystały nową sytuację, jaką zapewniały tanie i obfite pieniądze. Roczna liczba nowych domów budowanych w Wielkiej Brytanii wzrosła z 220 000 w ciągu czterech lat 1929–32 włącznie do około 350 000 w każdym z pięciu lat 1933–8. Spadek wskaźnika urodzeń w połączeniu ze spadkiem kosztów budowy zwiększył popyt na domy w momencie, gdy podaż funduszy znacznie wzrosła. Konkurencja wśród licznych towarzystw budowlanych — w 1930 r. było ich 1026 — spowodowała, że pożyczały one większą część kosztów domu i wydłużały okres spłaty. W rezultacie długość przeciętnego kredytu hipotecznego wzrosła z dwunastu lat w 1933 r. do szesnastu lat w 1938 r. Trzy czwarte tych nowych domów było własnością prywatną (z wyjątkiem Szkocji, gdzie ponad dwie trzecie budynków mieszkalnych w okresie międzywojennym zostało zbudowanych przez władze lokalne). Większość tej konstrukcji, wraz z efektami mnożnikowymi (współcześnie objaśnianymi przez Kahna i Keynesa), miała miejsce w Midlands, Londynie i na południowym wschodzie, gdzie powstawała większość nowych, lekkich gałęzi przemysłu. Z drugiej strony, rodząca się polityka regionalna próbowała już skierować część tej ekspansji na „obszary specjalne” na północy i zachodzie, jeszcze zanim Raport Barlowa Królewskiej Komisji ds. Rozmieszczenia Geograficznego Ludności Przemysłowej i bomby Luftwaffe przyspieszyły ten proces w latach 40. Po raz pierwszy od stulecia oficjalna polityka próbowała, choć słabo, przeciwstawić się dośrodkowemu przyciąganiu rynku przez City of London. Znaczące jest również to, że wiele setek towarzystw budowlanych szeroko rozproszonych po regionach, zupełnie inaczej niż banki monopolistyczne, opierało się przyciąganiu Londynu, tak że oszczędności towarzystw były w większości inwestowane lokalnie, a nie centralnie. Podczas gdy tanie pieniądze stymulowały towarzystwa budowlane, niemal doprowadziły do całkowitego bankructwa londyńskich domów dyskontowych. Poważny spadek handlu międzynarodowego i nowe metody przelewów bankowych drastycznie zmniejszyły wolumen weksli komercyjnych, podczas gdy determinacja rządu od czasu opublikowania raportu Cunliffe'a, wzmocniona podobną rekomendacją w raporcie Colwyn (akapit 102), aby zmniejszyć wolumen długu płynnego do możliwie najniższego poziomu, spowodowała podobnie gwałtowną redukcję podaży bonów skarbowych. O zmniejszoną podaż bonów podczas tego międzywojennego „głodu weksli” walczyły zaciekle nie tylko różne domy dyskontowe, ale także coraz częściej duże, potężne banki, ponieważ biorąc pod uwagę stan przemysłu, miały one do dyspozycji wystarczające środki płynne. Po obniżeniu stopy procentowej do 2 procent jeszcze bardziej wycisnęły domy. Konkurencja stała się tak zacięta, że przez większą część 1934 r. oprocentowanie bonów skarbowych zostało obniżone do 1/3 procent — a w skrajnym przypadku nawet do 1/8 procent — i to w czasie, gdy banki niechętnie pożyczały pieniądze na zakup bonów, od których zależały domy, po stopach niższych niż 1 procent. Aby zapobiec groźbie bankructwa hurtowego domów dyskontowych, które władze uznały za kluczowe dla zdrowia systemu monetarnego, banki, domy, Skarb Państwa i Bank Anglii (te dwa ostatnie czasami aktywnie spiskowały, a innym razem życzliwie patrzyły w inną stronę) zawarły szereg porozumień kartelowych. Najważniejsze cechy powstałego „systemu przetargów syndykowanych”, ostatecznie uzgodnionego w 1935 r., polegały po pierwsze na tym, że banki nie będą odtąd konkurować o nowo wyemitowane bony skarbowe ani kupować bonów młodszych niż tygodniowe, co pozwoliłoby na wzrost stawek. Po drugie, domy nie będą już ze sobą konkurować o nowe bony, ale wspólnie będą składać oferty na tygodniowe emisje Skarbu Państwa po

ustalanej wcześniej cenie i rozdzielać całość między siebie zgodnie z ustalonym wcześniej przydziałem. Był to kolejny ruch obliczony na podniesienie stawki powyżej poziomu bankructwa. W praktyce te dwa warunki pojawiły się na czas, aby doprowadzić do trzeciej cechy, a mianowicie, że domy zgodzą się złożyć ofertę na całość oferowanych bonów (aby „pokryć przetarg”). W latach 30. ten ostatni warunek nie miał znaczenia w obliczu niewielkich ilości takich emisji, ale stał się ważniejszy później. Czwartą cechą była zgoda banków na wspieranie domów w ich nowej polityce handlu krótkoterminowymi obligacjami rządowymi poprzez pożyczanie domom pod zastaw takich obligacji po stawce 1 procenta. W ten sposób rynek dyskontowy stał się coraz bardziej rynkiem obligacji, co miało przynieść ogromne korzyści oficjalnym finansom wojennym i powojennym. Ten system był w pełni sprawny w 1935 r. (nie w 1938 r., jak podano w Raporcie Radcliffe'a), a zatem dobrze wypróbowany i przetestowany, zanim trzeba było sprostać wymaganiom wojny. W latach 30. wyłoniły się trzy mniej więcej odrębne obszary handlu finansowego lub „bloki”: obszar funta szterlinga, obszar dolara i obszar franka. Kiedy funt szterling przestał być złoty, prawie wszystkie kraje, które prowadziły Iwią część swojego handlu z Wielką Brytanią, poszły w ślady Wielkiej Brytanii, która przestała być złota – w przeciwnym razie wyceniłyby swoje towary poza dużym rynkiem, jaki zapewniała Wielka Brytania. Te kraje obejmowały całą Wspólnotę Narodów (oprócz Kanady), Irlandię, kraje skandynawskie, Egipt, Irak, Portugalię i Syjam (Tajlandia) oraz szereg krajów Ameryki Południowej, takich jak Argentyna. Obszar dolara obejmował większość dwóch kontynentów amerykańskich, podczas gdy blok franka obejmował Francję i większość Europy na południe od krajów skandynawskich. Mówiąc ogólnie, odchodząc od złota lub w inny sposób uciekając się do dewaluacji kraj obniża wartość swojego eksportu i czyni swój import droższym, zwiększając tym samym zatrudnienie we własnym kraju, ale zmniejszając zatrudnienie za granicą. Odwet doprowadziły do kolejnych rund tej polityki „żebraka sąsiada”, co doprowadziło, w klasycznym przykładzie lat 30., do nasilenia kryzysu. Doprowadziło to do wezwań, zwłaszcza ze strony Ligi Narodów, do bardziej rozsądnej polityki, w szczególności większego nacisku na znalezienie nowych sposobów stabilizacji waluty w miejsce erodowanego standardu złota. Zupełnie niezależnie od potrzeby uniknięcia nonsensu konkurencyjnej dewaluacji, pewna względna stabilność kursów walutowych była konieczna, aby przywrócić zaufanie przedsiębiorstw, aby handel międzynarodowy mógł się podnieść z otchłani, w którą zapadł na początku lat 30. Już w kwietniu 1932 r., po tym, jak funt spadł do 3,45 USD, Skarb Państwa utworzył Rachunek Wyrównania Wymiany, który został dodatkowo wzmocniony we wrześniu 1936 r., kiedy to w związku z dewaluacją franka i jego odejściem od złota, rządy Wielkiej Brytanii, USA i Francji ustanowiły swoje Porozumienie Trójstronne. Obiecały one współpracę w celu osiągnięcia możliwie największej równowagi w systemie wymiany międzynarodowej poprzez wzajemne wspieranie swoich walut. Udało im się w każdym razie ograniczyć stopień wahań między walutami trzech bloków, które stanowiły zdecydowanie większą część płatności międzynarodowych, i w ten sposób pomogły podnieść handel światowy z otchłani, w którą spadł w 1933 r. Rachunek Wyrównania Wymiany Walutowej został dodatkowo wzmocniony w 1939 r. w przededniu wojny, gdy przekazano mu ogromną część brytyjskich rezerw złota, aby umożliwić utrzymanie kursu 4,03 USD z 1939 r. przez cały okres wojny. Kryzys w latach 1929–1933 był najgorszym w historii gospodarczej, jednak pomimo jego niszczycielskich skutków dla „obszarów specjalnych”, Wielka Brytania wyszła z niego znacznie lepiej niż większość krajów. Przyczyny i zakres odbudowy Wielkiej Brytanii wciąż pozostają przedmiotem znacznych kontrowersji, począwszy od optymistycznej oceny przedstawionej przez H. W. Richardsona w jego pobudzającym portrecie Odbudowy gospodarczej w Wielkiej Brytanii w latach 1932–39 (1967), aż po błyskotliwie napisany, ale przygnębiający obraz przedstawiony przez Corellego Barnetta w jego książce Audyt wojny: Iluzja Wielkiej Brytanii jako Wielkiego Narodu. Cokolwiek można powiedzieć o innych gałęziach przemysłu lub naszych siłach zbrojnych, niewątpliwie prawdą jest, że brytyjskie instytucje finansowe były dobrze przygotowane na ewentualność wojny totalnej. Pomimo korzyści pokojowych, przez krótki moment w przededniu wojny wyglądało na to, że tanie pieniądze mogą zostać porzucone. Stopa procentowa

została podniesiona z 2 do 4 procent 24 sierpnia 1939 r. Jednak w przeciwieństwie do sytuacji z sierpnia 1914 r. City nie wykazało najmniejszych oznak paniki, gdy 3 września 1939 r. ogłoszono wojnę. W rezultacie stopa procentowa została szybko obniżona do 3 procent 28 września i z powrotem do zwyczajowego poziomu 2 procent 26 października, gdzie miała pozostać przez całą wojnę i później. Dzięki częściowo selektywnemu przyjęciu polityki keynesowskiej, Wielka Brytania miała prowadzić „wojnę trzech procent” – lub mniej, jak zobaczymy – w przeciwieństwie do 5 procent lub więcej z I wojny światowej. Na początku II wojny światowej idee Keynesa tak przeniknęły do Whitehall i Westminster, że wysokie stopy procentowe zostały odrzucone jako niepotrzebne, kosztowne i przewrotne. Keynes był członkiem komisji ekspertów, której przewodniczył Lord Stamp, która 20 lipca 1939 r. przedstawiła władzom raport na temat wydatków na obronę i problemów finansowych. Oczywiście jest, że to Keynes wzmocnił determinację komisji, by trzymać się naprawdę tanich pieniędzy, co można było łatwo osiągnąć, jeśli zostało to poparte kontrolą finansową nad emisjami kapitału i walutami obcymi oraz kontrolą fizyczną, taką jak racjonowanie żywności, ubrań i innych niezbędnych rzeczy. Jednak w kluczowej sprawie wojny tanich pieniędzy ludzie czynu, ci, którzy mają główną odpowiedzialność, w szczególności gubernator Banku Anglii, premier i kanclerz skarbu, byli już przekonani doświadczeniem I wojny światowej, że drogich pieniędzy należy unikać, jeśli to w ogóle możliwe. Doświadczenie skutecznego zarządzania tanimi pieniędzmi od 1932 r. przekonało ich, że jest to całkowicie wykonalne. Miasto i establishment w praktyce również niechętnie i wbrew sobie nawrócili się na keynesizm (Sayers 1956). Z kilkoma nieistotnymi wyjątkami 3 procent stało się w rzeczywistości maksymalną stopą, po której rząd pożyczał w Zjednoczonym Królestwie. Rząd był w stanie dokonać tego niezwykłego wyczynu, przyjmując szereg urządzeń dodatkowych do wspomnianych kontroli fizycznych i finansowych. Po pierwsze, British Bankers' Association zgodziło się na prośbę rządu, aby od lipca 1940 r. odmówić oferowania społeczeństwu wyższej stopy niż 1 procent dla depozytów, usuwając w ten sposób jednym zamachem najsilniejszego konkurenta rządu w zakresie funduszy krótkoterminowych. Po drugie, wszystkie departamenty rządowe z nadwyżkami funduszy wykorzystywały je w razie potrzeby do zakupu odpowiednich form długu rządowego, pomagając w ten sposób utrzymać wysokie ceny i oczywiście niskie stopy procentowe. Podobnie bony skarbowe były udostępniane „na żądanie” nie tylko brytyjskim departamentom rządowym, jak poprzednio, ale także zagranicznym organom monetarnym itp., co zarówno rozszerzało, jak i wygładzało rynek krótkoterminowego długu. Po trzecie, rząd uważał, aby nie zalać rynku nadmiernie dużymi pożyczkami naraz, ale emitował je w bardziej rozsądnych rozmiarach w dość regularnych odstępach czasu z podobnie rozłożonymi terminami zapadalności, aby przyciągnąć różne segmenty rynku, a następnie umieszczał dług długoterminowy praktycznie „na żądanie” dla ogółu społeczeństwa. Po czwarte, marketing rządu wszelkiego rodzaju oszczędności, od bardzo małych indywidualnych kwot gromadzonych przez Narodowy Ruch Oszczędnościowy po ogromne kwoty dostępne od dużych instytucji finansowych, był umiejętnie wspomagany przez kontrolę maszyny propagandowej. Po piąte, rząd rozpoczął system pożyczania bezpośrednio od banków za pośrednictwem Kwitów Depozytowych Skarbu Państwa (zamiast polegać na pośrednim pożyczaniu za pośrednictwem emisji bonów skarbowych kupowanych najpierw przez domy dyskontowe). TDR, wprowadzony w czerwcu 1940 r., był niepodlegającym negocjacom pokwitowaniem zdeponowanym w banku na poczet sześciomiesięcznej pożyczki dla rządu po stałej (i niskiej) stopie 11/8 procent. W dużej mierze TDR uzupełniał rachunek skarbowy i wzrósł do szczytu 2186 milionów funtów w sierpniu 1945 r., co stanowiło 41,4 procent całkowitych aktywów bankowych. Po szóste, domy dyskontowe zostały zachęcone przez Bank Anglii do połączenia się i wzmocnienia swoich baz kapitałowych, aby umożliwić im działanie znacznie bardziej niż wcześniej jako dealerzy obligacji. Dzięki temu płynność długu rządowego jako całości została znacznie poprawiona, a tym samym stała się bardziej zbywalna początkowo i bardziej atrakcyjna dla posiadacza w ogóle. W ten sposób rząd, jako zdecydowanie największy pożyczkobiorca, za pomocą tego, co laik nazwałby polityką dziel i rządź, a co ekonomista



nazwałby działaniem jako dyskryminujący monopolista, udoskonalił niezwykle tani i wydajny system finansowania wojny. Wewnętrzny dług publiczny wzrósł z 7245 milionów funtów w marcu 1939 r. do 23745 milionów funtów w kwietniu 1945 r. Większość tego wzrostu o 16500 milionów funtów została pozyskana w następujący sposób: 2800 milionów funtów obligacji oszczędnościowych z terminem zapadalności od dwudziestu do trzydziestu lat po 3 procentach; 3500 milionów funtów obligacji wojennych, obronnych i skarbowych (pięć do dziesięciu lat) po oprocentowaniu od 21/2 procent do 13/4 procent; 4000 milionów funtów drobnych oszczędności (POSB, NSB, TSB itp.) po 21/2 procent; 2000 milionów funtów depozytów skarbowych (sześć miesięcy) po 11/8 procent; i 3500 milionów funtów bonów skarbowych (trzy miesiące) po 1 procent. Ogólny schemat jest wyraźnie taki, że im bardziej płynny termin zapadalności, tym niższa stopa procentowa. Kluczem do tej struktury była stabilizacja stopy bonów skarbowych na poziomie 1 procent. Osiągnięto to dzięki temu, że Bank Anglii był skłonny odkupić bony po tej stopie. Była to jego tak zwana polityka „otwartych tylnych drzwi”. Zatem rzeczywiste krótkoterminowe stopy były zazwyczaj znacznie niższe niż formalna, frontowa stopa bankowa wynosząca 2 procent, co mogłoby sugerować. Średnia ważona nawet finansowanego długu jest bliższa 21/2 niż 3 procent, podczas gdy jeśli, jak należy, uwzględni się dług płynny, wówczas średnia stopa całkowitego długu wewnętrznego wynosi mniej niż 21/4 procent. Nazywanie tego „wojną trzech procent” jest przesadą, która niedocenia sukcesu nowej polityki: „wojna dwóch procent” byłaby prawdziwszym opisem niż etykieta, którą historycy na ogół jej przypisują, ponieważ 3 procent było maksymalną, a nie średnią stopą. Najbardziej kosztowna wojna w historii, w realnych, ludzkich kategoriach, została więc sfinansowana niewiarygodnie tanimi pieniędzmi. Lekcja finansowa wszystkich poprzednich wojen brzmiała: „im więcej pożyczasz, tym wyższa stopa”. Rewolucja w myśli ekonomicznej prowadzona przez Keynesa pomogła rządowi pożyczyć o wiele więcej pieniędzy niż kiedykolwiek wcześniej, przy stopach procentowych znacznie niższych niż kiedykolwiek wcześniej w takich okolicznościach. Jeśli cud Keynesa mógł zadziałać z finansowaniem wojny, to być może wraz z powrotem pokoju doktryny jego Ogólnej teorii zatrudnienia, procentu i pieniądza mogłyby połączyć się z doktrynami Planu Beveridge'a, aby wprowadzić odważny nowy świat pełnego zatrudnienia i państwa opiekuńczego. Niestety, tym korzyściom towarzyszył trzeci partner – inflacja, niepożądana kukułka w gnieździe, ledwo zauważalna na początku, ale która miała później urosnąć, aby zagrozić pełnemu zatrudnieniu i ograniczyć subsydia, od których zależało państwo opiekuńcze. Zanim przejdziemy do zbadania związku między inflacją wewnętrzną a ultra tanimi pieniędzmi z lat bezpośrednio powojennych, należy najpierw krótko przyjrzeć się temu, w jaki sposób finansowany był brytyjski deficyt zewnętrzny w czasie wojny, ponieważ miało to również poważne konsekwencje dla późniejszej polityki pieniężnej. Brytyjskie wydatki zewnętrzne w czasie wojny były finansowane na trzy główne sposoby. Po pierwsze, poprzez sprzedaż brytyjskich inwestycji za granicą, co przyniosło towary o wartości 1100 milionów funtów. Po drugie, zakupy dokonane w strefie funta szterlinga były kredytowane poprzez narastanie „bilansów funta szterlinga” w Londynie, które wyniosły 3000 milionów funtów. Po trzecie, amerykańska umowa leasingowa, która rozpoczęła się w marcu 1941 r. i została zintensyfikowana, gdy USA zostały zmuszone do przystąpienia do wojny po japońskim ataku na Pearl Harbor w grudniu 1941 r. To ważne źródło żywności i materiałów wojennych zostało brutalnie zakończone przez prezydenta Trumana 20 sierpnia 1945 r., bez uprzedniej konsultacji z Wielką Brytanią. Ostatnią dużą usługą Keynesa dla Wielkiej Brytanii było wynegocjowanie w kolejnych miesiącach anglo-amerykańskiej pożyczki w wysokości około 4,4 miliarda dolarów na pięćdziesiąt lat przy stopie około 1,6 procent. Stopa była wystarczająco hojna, ale warunki związane z pożyczką, zwłaszcza dotyczące wymienialności funta szterlinga i niedyskryminacji w handlu, bardzo szybko okazały się niemożliwe do spełnienia, jak przepowiedział Keynes. Te problemy, plus nadmiar ogromnych sald funta szterlinga, z których większość była utrzymywana w bardzo płynnej formie, dręczyły politykę finansową i fiskalną przez co najmniej dekadę po wojnie, udaremniając pragnienie narodu zmęczonego wojną, by szybko obniżyć podatki i przyczyniając się w znacznym stopniu do

ogromnego całkowitego długu, z którego większość była faktycznie lub potencjalnie wysoce płynna. Częścią kosztów utrzymywania tak niskich stóp procentowych był nieunikniony odpowiednik zbyt dużej ilości potencjalnych pieniędzy, które goniły za powojennym niedoborem towarów w Wielkiej Brytanii, a tym bardziej w Europie, kierując światowy popyt w niezrównoważonym pędzie do Ameryki. Po zaledwie miesiącu przedwczesnej wolności, ograniczenia wymienialności funta szterlinga musiały zostać ponownie nałożone, gdy różne rozporządzenia rady zostały skonsolidowane w ustawie o kontroli wymiany z 1947 r. Drenaż dolara doprowadził do nagłego końca wymienialności (Bell 1956, 55). Tymczasem pozornie niewdzięczny elektorat zastąpił Winstona Churchilla Clementem Attlee na stanowisku premiera. Rząd Attlee, pragnący znacjonalizować „najważniejsze szczyty” gospodarki, miał silne wspomnienia o deflacyjnym nastawieniu Banku Anglii w okresie masowego bezrobocia między wojnami i o „rampie bankierów”, która przyczyniła się do ich przegranej w wyborach w 1931 r. Nie bez znaczenia jest zatem fakt, że Bank Anglii stał się pierwszą powojenną instytucją, która została znacjonalizowana. W praktyce ekonomicznej był to zbędny gest, ponieważ Bank w ostateczności prawie zawsze znajdował się pod kontrolą rządu, co zostało wykazane najwyraźniej, gdy Lloyd George zmusił Cunliffe'a do ustąpienia przed prawem Bonara w czasie I wojny światowej. Jednak ustawa o Banku Anglii z 1946 r. uczyniła tę władzę o wiele bardziej wyraźną, szczególnie w swoich dwuczęściowych dyrektywach zawartych w klauzuli 4: (a) „Skarb Państwa może... wydawać Bankowi takie polecenia, jakie po konsultacji z Gubernatorem uzna za konieczne w interesie publicznym”; i (b) „Bank może żądać informacji od bankierów i składać im zalecenia, a także może, jeśli zostanie upoważniony przez Skarb Państwa, wydawać polecenia każdemu bankierowi”. Chociaż dyrektywy te nigdy nie zostały wykorzystane – a zostały przejęte i wzmocnione przez późniejsze ustawodawstwo – zagrożenie, jakie stanowiły, wzmocniło władzę władz monetarnych nad sektorami finansowymi gospodarki, przynajmniej w krótkim okresie. Jednakże, jak laburzystowski kanclerz skarbu, dr Hugh Dalton, miał się wkrótce dowiedzieć, władza rządu nad długoterminowymi oczekiwaniami City pozostała znacznie bardziej ograniczona, niż sobie wyobrażał, pomimo jego najwyraźniej niedawno rozszerzonej władzy nad systemem pieniężnym. Upaństwowiwszy „cytadelę kapitalizmu”, rząd laburzystów był zdecydowany zademonstrować swoją władzę również nad stopą procentową, wprowadzając swoją „politykę ultra-taniego pieniądza”. Oprócz obniżenia kosztów obsługi ogromnego długu narodowego, Dalton twierdził, że jego polityka przyniesie korzyści lokalnym władzom, całemu przemysłowi i całej Brytyjskiej Wspólnocie Narodów. Tak wiele zależało od sukcesu tej polityki. Zaczął najpierw pracować nad krótkoterminowymi stopami procentowymi i wkrótce osiągnął swoje cele. W październiku 1945 r. Bank Anglii podniósł cenę, po której będzie kupował bony skarbowe (przez swoje „otwarte tylne drzwi”) na tyle, aby obniżyć stopę dyskontową z wojennego 1 procenta do rekordowo niskiego poziomu 1/2 procenta, przyczyniając się w ten sposób do obniżenia całego zakresu powiązanych krótkoterminowych stóp procentowych. Ci dealerzy i inwestorzy szukający wyższych stóp procentowych naturalnie kupili konsole, których cena – wspomagana również przez zakupy rządowe – wzrosła do poziomu parytetu w październiku 1946 r. Dalton wykorzystał to, aby wyemitować prawie 500 milionów funtów akcji skarbowych 2 1/2 procent (1975), co najwyraźniej sygnalizowało jego sukces w obniżeniu również długoterminowej stopy procentowej. Jednak stopa ta była nie do utrzymania. Obawy, że cena papierów wartościowych spadnie z tych nienaturalnych szczytów, stymulowały falę sprzedaży. Przez pierwsze sześć miesięcy 1947 r. zakupy departamentów pochłonęły te sprzedaże, ale kosztem szybkiego wzrostu sald bankowych społeczeństwa. Dług krajowy był monetyzowany w tempie, w którym nawet rząd Partii Pracy, wcześniej spodziewający się powojennej deflacji, zaczął się bać jej inflacyjnych konsekwencji. Ostateczny cios w postaci kryzysu wymienialności z sierpnia 1947 r. spowodował, że rząd zrezygnował z próby utrzymania niskiego długoterminowego kursu – ale kontynuował swoje ultratanie krótkoterminowe kursy, oparte na stopie bonów skarbowych wynoszącej 1/2 procent, aż do opuszczenia urzędu w 1951 r. W tym czasie nie było wiary ani w potrzebę, ani w skuteczność restrykcyjnej polityki pieniężnej w powstrzymaniu inflacji. Wojenna

wiara w planowanie wzrosła w żarliwości pod rządami socjalistycznego rządu, aby zepchnąć politykę pieniężną w całkowitą podległość. Niedobór dolara, który szybko zakończył nieudany eksperyment z wymiennalnością w sierpniu 1947 r., został tymczasowo złagodzony w 1948 r. i na początku 1949 r. przez hojną pomoc Ameryki dla Europy w formie pomocy Marshalla (lub Europejskiego Programu Odbudowy). Brytyjskie rezerwy złota i dolara były niewystarczające, aby utrzymać funta szterlinga po zawyżonym kursie 4,03 USD ustalonym podczas wojny i ponownie potwierdzonym w powojennej umowie z Międzynarodowym Funduszem Walutowym. Nasilone spekulacje przeciwko funtowi pod koniec lata 1949 r. zmusiły rząd do dewaluacji funta szterlinga 18 września z 4,03 do 2,80 dolara. Ten duży krok w dół o 30 procent dewaluacji uznano za konieczny, aby rozwiązać wszelkie wątpliwości co do zdolności Wielkiej Brytanii do obrony nowego kursu. Wywołało to najbardziej rozległą i szybką korektę kursów walutowych – w formie dewaluacji przez niemal cały świat w stosunku do dolara – jaką kiedykolwiek przeprowadzono do tego czasu. W przypadku Wielkiej Brytanii sukces takiej dewaluacji zależał od stopnia, w jakim zagraniczni konsumenci (zwłaszcza w Ameryce) zwiększyli zakupy towarów i usług z Wielkiej Brytanii i reszty obszaru funta szterlinga, a także od stopnia, w jakim ten ostatni ograniczył swoje wydatki dolarowe. Mówiąc bardziej technicznie, sukces dewaluacji zależy w znacznym stopniu od sumy elastyczności popytu na towary i usługi handlowe i handlowe po uwzględnieniu krótkoterminowych niedogodności zmiany (w formie początkowego efektu krzywej J). Okazało się, że dewaluacja była tylko częściowym sukcesem. Początkowe trudności zostały szybko przewyciężone, wyniki średnioterminowe były dobre, ale długoterminowe wyniki zostały przyćmione przez skutki wojny koreańskiej na wolumen i warunki handlu między USA a strefą funta szterlinga. W każdym razie wymuszona dewaluacja z 1949 r. umożliwiła Wielkiej Brytanii dokonanie fundamentalnej korekty kursu walutowego, wymaganej do odzwierciedlenia prawdziwego stanu jej osłabionej wojną gospodarki i ustalenie nowego poziomu na poziomie, na którym mogła ponownie odbudować swoje rezerwy i ponownie działać jako długoterminowy pożyczkodawca dla strefy funta szterlinga. Przez pięć lat powojennych nie odwołano się do roli, jaką mogłyby odegrać wyższe stopy procentowe w zarządzaniu gospodarką. Odnowiona presja inflacyjna po wybuchu wojny koreańskiej w czerwcu 1950 r., a następnie upadek rządu Partii Pracy w październiku 1951 r., dały konserwatywnemu rządowi pod wodzą Churchilla okazję do ponownej oceny roli polityki pieniężnej w świecie keynesowskim, szczególnie gdy czwarty z serii kryzysów po II wojnie światowej, mniej więcej co dwa lata, pojawił się pod koniec 1951 r. Nowy kanclerz skarbu, R. A. Butler, zasygnalizował swój zamiar ożywienia polityki pieniężnej, podnosząc stopę bankową do 21/2 procent w listopadzie 1951 r. – i do 4 procent w marcu 1952 r. W ten sposób polityka stóp bankowych, praktycznie nieużywana przez dwadzieścia lat, wróciła do elastycznego działania. Następnie została zmieniona siedemnaście razy między listopadem 1951 r. a grudniem 1960 r. W końcu wydawało się, że era taniego pieniądza keynesowskiego oficjalnie się skończyła. Było to prawdą tylko w bardzo ograniczonym stopniu. Ku konsternacji konserwatystów polityka pieniężna, pomimo przywrócenia klasycznych technik, wydawała się nie działać; jeśli już, to działała perwersyjnie. W rzeczywistości polityka pieniężna, daleka od odzyskania klasycznego znaczenia i zastąpienia keynesizmu, miała pozostać podporządkowana polityce opartej na keynesizmie przez kolejne dwadzieścia pięć lat, aż do 1976 r. Nic dziwnego, że tendencja inflacyjna rosła dekadę po dekadzie.

## **Inflacja i integracja rozszerzającego się systemu monetarnego, 1951–1990**

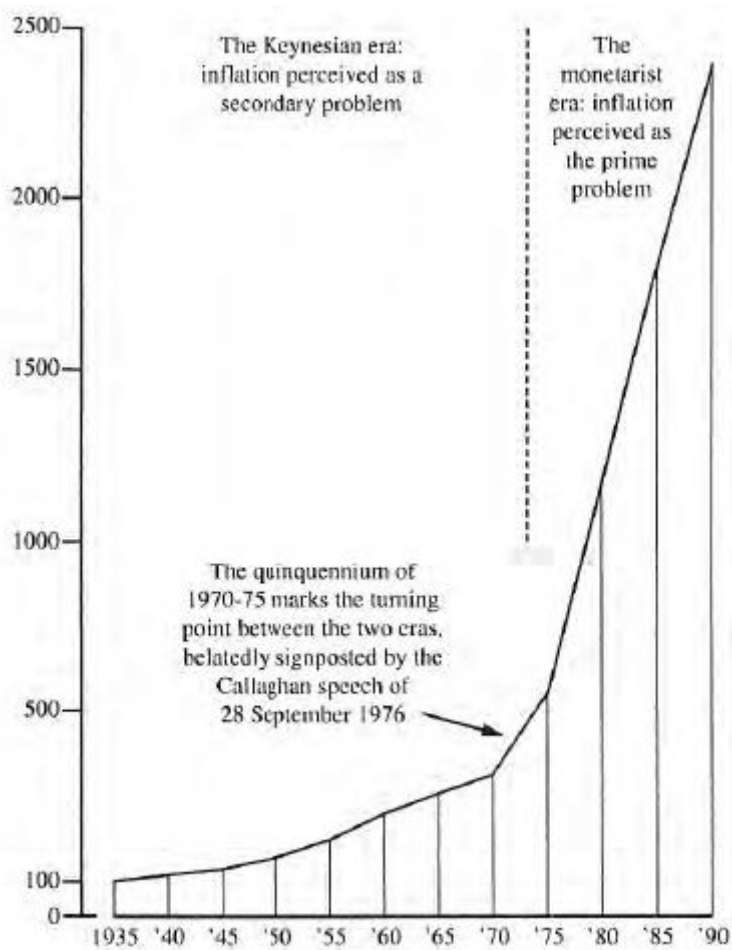
### **Ogólna perspektywa bezprecedensowej inflacji, 1934–1990**

Zdumiewającym faktem jest, że ogólny poziom cen w Wielkiej Brytanii rósł nieprzerwanie każdego roku od 1934 do 1990 roku. Co więcej, aż do głębokiej depresji w latach 1990–1993 niewiele było oznak, że ta uporczywa inflacja, bezprecedensowa w historii Wielkiej Brytanii, prawdopodobnie zakończy się trwale stabilnymi cenami. Nawet umiarkowane wskaźniki inflacji, jeśli utrzymują się przez

dziesięciolecia, mogą prowadzić do zaskakujących rezultatów w postaci drastycznego obniżenia wartości pieniądza i odwrotnie, gwałtownego wzrostu wskaźnika cen powyżej jego początkowej linii bazowej. Tak więc liczby podane w tabeli

<i>Year</i>	<i>Quinquennial inflation %</i>	<i>Year</i>	<i>Quinquennial inflation %</i>
1935	–	1970	12.3
1940	21.5	1975	70.4
1945	16.2	1980	104.4
1950	13.6	1985	46.7
1955	12.9	1990	29.3
1960	11.5	1995	15.1
1965	11.7	2000	14.0

i zilustrowane na rysunku



pokazują, że ceny w 1990 roku były generalnie ponad dwadzieścia razy wyższe niż w połowie lat 30. Pokazują również, że ten 55-letni okres ciągłej inflacji dzieli się na dwie sekcje; pierwszy od 1935 do początku lat 70., w którym to okresie, chociaż tendencja była rosnąca, inflacja pozostała umiarkowana w porównaniu ze wzrostem stóp w drugim okresie od połowy lat 70. do 1990 r. Przez większość pierwszego okresu rządy uparcie realizowały politykę typu keynesowskiego – aż do momentu, gdy 25-procentowa inflacja w 1975 r. spowodowała, że nawet rząd Partii Pracy, na naleganie MFW, ale wbrew otwartemu sprzeciwowi związków zawodowych, podjął próbę przyjęcia polityki monetarystycznej. Jednak nawet po ponad dekadzie takiej polityki średnia roczna stopa inflacji przekroczyła średnią lat keynesowskich od 1935 do 1970 r. Lekarstwo monetarystyczne nie tylko nie wykorzeniło wirusa keynesowskiego; w rzeczywistości, z niewątpliwie rażącym wyjątkiem połowy lat 70., monetaryzm był znacznie mniej skuteczny niż keynesizm w ograniczaniu inflacji do początku lat 90. Mierzenie inflacji w pięcioletnich odstępach nie tylko łagodzi nieprawidłowości występujące w latach wyjątkowych lub niereprezentatywnych, takie jak rekordowo niskie wskaźniki na poziomie około 1 procent osiągnięte (z powodu 20-procentowego spadku cen bazowych importu) w 1958 i 1959 r. oraz rekordowo wysokie wskaźniki na poziomie 24–25 procent osiągnięte (po podwyżkach płac na wzór Ameryki Łacińskiej) w połowie lat 70., ale także umożliwia łatwiejsze docenienie i porównanie podstawowych presji inflacyjnych w różnych okresach. Rysunek wyraźnie pokazuje ostry punkt zwrotny w kwinkunskcie 1970–5 między erą keynesowską a monetarną, podczas gdy tabela pokazuje, że średnie stopy inflacji w dwóch połowach lat 80., wynoszące odpowiednio ponad 45 procent i około 30 procent, gdy rządziła twarda polityka thatcheryzmu, były dwa do trzech razy wyższe niż średnie stopy istniejące w latach 1945–1970, gdy dominowała „łagodna” polityka keynesowska. Keynesizm był głębiej zakorzeniony w Wielkiej Brytanii i jego wykorzenie zajęło więcej czasu niż gdzie indziej. Tak więc długoterminowy rekord inflacyjny Wielkiej Brytanii wyraźnie kontrastuje z większością konkurujących krajów. W latach 1957–1992 roczna inflacja procentowa w Grupie Siedmiu głównych gospodarek wynosiła: Niemcy 3,4; USA 4,7; Japonia 4,9; Kanada 5,0; Francja 6,8; Wielka Brytania 7,2; Włochy 8,5, (M. King 1993). Te długoterminowe statystyki podkreślają pobłażliwą politykę antyinflacyjną Wielkiej Brytanii. Mając w ten sposób nakreślone podstawowe fakty dotyczące bezprecedensowo długiego okresu uporczywej inflacji od 1935 do 1990 roku, przyjrzymy się teraz dwóm epokom, keynesowskiej i monetarnej, oddzielnie.

### **Keynesowskie „zapadki” na stałe podnoszą inflację**

Do 1951 r. inflację w Wielkiej Brytanii można było usprawiedliwić jako nieuniknioną konsekwencję wojny i natychmiastowych trudności powojennych. W porównaniu z większością innych walczących stron inflacja w Wielkiej Brytanii była bardzo łagodna. Wiele europejskich walut całkowicie się załamało, a światowym rekordem inflacji nadal pozostają Węgry, gdzie w lipcu 1946 r. ich złote pengó z 1931 r. było równoważne 130 bilionom papierowych pengó. Drugą po węgierskim rekordzie inflacją w Jugosławii w latach 1992–1994, która osiągnęła miesięczny szczyt w styczniu 1994 r., wynoszący 313 milionów procent. Takie niekontrolowane inflacje po prostu powtórzyły doświadczenia po I wojnie światowej i były tak ekstremalne, że zwykle następowały po nich gruntowne reformy walutowe. Wielka Brytania, pomimo nieskończonej łagodniejszej inflacji, zaczynała doświadczać nowego rodzaju długotrwałej, trwałej inflacji, w której poziomy cen wydawały się tracić swoją poprzednią tendencję do spadku podczas cyklicznych recesji. Tak więc, gdy ceny energii znacznie wzrosły (węgiel w latach 50., ropa naftowa w latach 70.), ogólny poziom cen wzrósł, ale nie odwrócił się, gdy ceny energii się ustabilizowały, a nawet znacznie spadły. Część winy za to należy przypisać zmarłemu ekonomie. Chociaż Keynes zmarł w 1946 r., keynesizm stał się bardziej żywy niż kiedykolwiek. Keynesizm ułatwił dar niebios w postaci pełnego zatrudnienia i zachęcił do rządowego zarządzania pieniędzmi w większości krajów świata. Czyniąc to, pomógł zbudować w krajowych systemach gospodarczych, początkowo nieświadomie, szereg potężnych zapadek inflacyjnych, za pomocą których siły

ekonomiczne i społeczno-polityczne działają asymetrycznie, aby podnieść, ale prawie nigdy nie obniżyć, ogólny poziom cen. Każdy ogólny wzrost cen, nawet jeśli zainicjowany przez jakąś tymczasową przyczynę, zostaje skonsolidowany w podstawę do dalszych wzrostów, przy czym naturalne wahania cen występują powyżej pochyłej płaszczyzny, której nachylenie, w przypadku Wielkiej Brytanii, skreśliło stromo w górę na początku lat 70. Keynesowskie zapadki są dwóch głównych typów: „rzeczywiste” i „finansowe”. „Rzeczywiste” zapadki są głównie typu kosztowego i obejmują inflacyjne skutki rosnących cen importu, a zwłaszcza rosnących płac, które są szczególnie istotne dla Wielkiej Brytanii, biorąc pod uwagę jej silny popyt na import i dużą podaż związków zawodowych. Razem wyjaśniają one, dlaczego kolejne dewaluacje (i deprecjacje) były mało przydatne. Tak więc słynne oświadczenie Harolda Wilsona, po kolejnej dewaluacji funta w listopadzie 1967 r., tym razem o 14 procent z 2,80 do 2,40 dolara, że „funt w twojej kieszeni nie jest zdewaluowany”, wkrótce stało się całkowicie nieważne, gdy zapadki importu i płac połączyły się, by spowodować przyspieszenie inflacji. Zdecydowanie najbardziej zgubnym i uporczywym zapadnikiem był zapadnik płac i emerytur, przy czym zwiększone uciekanie się do indeksowania skutecznie wpisało inflację do konstytucji. Przez większość okresu keynesowskiego Jack Jones, sekretarz Transport and General Workers' Union i inni przywódcy związkowi mieli skuteczniejszą kontrolę nad podażą pieniądza w Wielkiej Brytanii niż Lord O'Brien i inni gubernatorzy Banku Anglii. Dyskusja na temat tych innych przyczyn inflacji w szczegółach oddaliłaby nas zbyt daleko od tematu pieniądza, choć ponieważ są one bezpośrednio powiązane z wartością pieniądza, konieczne jest uznanie nie tylko tego, że inflacja ma silne przyczyny niepieniężne (wbrew przekonaniom większości monetarystów), ale także tego, że wyleczenie inflacji wymaga środków podażyowych jako niezbędnego uzupełnienia polityki pieniężnej. Keynesizm był selektywnie oparty na tych najbardziej wpływowych pracach Keynesa, które zostały napisane w czasie najgorszego kryzysu na świecie, okresu masowego bezrobocia i dzikiej deflacji, kiedy to bardzo naturalnie zignorował on inflacyjne skutki podwyżek płac i powitał, a nie potępił umiarkowaną inflację. W zaniedbanym fragmencie swojej Ogólnej teorii zatrudnienia Keynes zauważa (do tego czasu całkiem słusznie), że „pełne lub nawet zbliżone do pełnego zatrudnienie zdarza się rzadko i krótko”. Ale następnie idzie dalej bardziej optymistycznie, sugerując, że „wahania mają tendencję do wyczerpywania się, zanim przejdą do ekstremów i ostatecznie się odwrócą. To samo dotyczy cen”. Jeszcze bardziej optymistycznie wierzył, że „pracownicy nie będą szukać znacznie większej płacy nominalnej, gdy zatrudnienie się poprawi” (1936). Keynes jednak dalej ostrzega, ignorowanego przez prawie wszystkich keynesistów za wielką cenę, że jego obserwacje dotyczyły „świata takiego, jaki jest lub był, a nie koniecznej zasady, której nie można zmienić”. Dzięki w dużej mierze wpływowi Keynesa, pełne zatrudnienie stało się trwałe; ale zapadka płacowa, którą poważnie niedocenił, stała się jeszcze trwalsza. Zapadka płacowa nie tylko pomogła obalić politykę keynesowską, ale także podważyła wiarygodność pozornie przeciwnej polityki monetarizmu. Powtarzające się i ostre ataki Keynesa na oszczędzanie i jego zachęta do wydawania pieniędzy – przez rządy, jeśli wydatki prywatne spadły poniżej poziomu pełnego zatrudnienia – nadały powojennej polityce jeszcze jedną silną stronniczość inflacyjną; podczas gdy po powszechnie mile widzianym wdrożeniu Planu Beveridge'a, wypłaty socjalne stały się nie tylko ogromne pod względem wielkości, ale można je było regulować praktycznie tylko w górę. Biorąc pod uwagę to urodzajne tło, rozkwitły nowe instytucje finansowe, a duża liczba nowych instrumentów i metod finansowych została opracowana przez nowe, a zwykle później kopiowane przez dobrze ugruntowane instytucje. Razem te wydarzenia zwiększyły zarówno nominalną ilość pieniądza, jak i, poprzez wspomaganie jego zwiększonej prędkości, dodały jeszcze więcej do efektywnej podaży pieniądza w kraju. Gdy zostanie przyjęty nowy nawyk monetarny, np. uzależnienie od zakupu ratalnego lub istniejącego instrumentu pieniężnego, np. czeki wydawane przez banki oszczędnościowe i spółdzielnie budowlane, poszerzając w ten sposób rynek, trwale zwiększa się potencjalną podaż pieniądza, działając w ten sposób jako „zapadka finansowa”, łatwiejsza do podniesienia niż obniżenia, chociaż wahania wokół nowego wyższego poziomu będą oczywiście kontynuowane. Ponadto, podczas gdy wzrosty efektywności

systemu pieniężnego są mile widziane, jednak w okolicznościach, w których inflacja jest wystarczająco silna, aby sztucznie pobudzić sektor finansowy, takie wydarzenia, jeśli nie są kontrolowane, mogą znacznie zwiększyć łatwą dostępność pieniądza i kredytu (kredyt bankowy jest pieniądzem), a tym samym jeszcze bardziej zwiększyć potencjał inflacyjny. Zanim przejdziemy do zbadania niektórych ważniejszych z tych wydarzeń w instytucjach finansowych, najpierw przyjrzymy się zwiększonej prędkości obiegu pieniądza, która zarówno odzwierciedlała, jak i przyczyniała się do inflacji ery keynesowskiej, i rozważymy, w jaki sposób kwestie te wpłynęły na najbardziej wpływowy raport pieniężny okresu powojennego. Chociaż polityka stóp procentowych banków została przywrócona w 1951 r., doświadczenia w kolejnych latach poddały w wątpliwość jej skuteczność. Zaskoczony rząd powołał w maju 1957 r. wysoko postawioną komisję pod przewodnictwem lorda Radcliffe'a, „aby zbadać działanie systemu monetarnego i kredytowego oraz przedstawić zalecenia”. Niedługo po rozpoczęciu obrad, we wrześniu 1957 r. wybuchł kolejny kryzys, który wymagał tego, co współczesna opinia publiczna uznała za „spektakularny wzrost” stopy bankowej z 5 do 7 procent, podkreślając tym samym pilną potrzebę zaleceń Radcliffe'a. Raport, opublikowany w sierpniu 1959 r., oznacza apogeum keynesowskiej koncepcji szerokiej płynności i dno wszelkiej wiary w ilościową teorię pieniądza, niezależnie od tego, czy interpretuje się ją jako staromodną klasyczną wersję, czy też odradzającą się nowoczesną odmianę friedmanowskiego monetaryzmu. Żaden oficjalny raport w historii Wielkiej Brytanii (ani, jak sądzę, nigdzie indziej) nie wykazał takiego sceptycyzmu w odniesieniu do polityki pieniężnej w sensie próby kontrolowania gospodarki poprzez kontrolowanie ilości pieniądza. Opóźniając o dekadę lub dłużej poważne rozważania nad sposobami, w jakie można kontrolować podaż pieniądza, odrzucono jeden z podstawowych środków ograniczania inflacji. Ostrzeżenia takie jak te podane przez Institute of Economic Affairs w jego polemice *Not Unanimous: A Rival to Radcliffe on Money* (Seldon 1960) zostały arogancko zignorowane przez nowy establishment. Przez pewien czas wpływ Raportu Radcliffe'a w Wielkiej Brytanii był wszechobecny, tak że stało się modne, aby obecnie publikowane podręczniki ekonomiczne ignorowały teorię ilościową, nawet do tego stopnia, że w jednym bardzo popularnym tekście w ogóle nie wspomniano o tym terminie. Fakt, że Milton Friedman w USA już w połowie lat 50. XX wieku stanowczo powtórzył teorię w nowoczesnej formie, został całkowicie zignorowany przez Radcliffe'a, a na kilku krótkich stronach, na których wspomniano o podaży pieniądza (nie ma wzmianki o teorii ilościowej jako takiej), potraktowano ją negatywnie i lekceważąco, np.

Jeżeli, jak się twierdzi, bank centralny ma zarówno wolę, jak i środki, aby kontrolować podaż pieniądza... wszystko będzie dobrze. Nasz pogląd jest inny. To cała pozycja płynności jest istotna dla decyzji o wydatkach... Decyzja o wydaniu zależy zatem od płynności w szerokim sensie, a nie od natychmiastowego dostępu do pieniędzy... Wydatki nie są ograniczone ilością pieniędzy w obiegu. .

Dwa główne powody, dla których raport zwrócił się przeciwko stosowaniu polityki pieniężnej w powszechnie rozumianym rozumieniu, to po pierwsze fakt, że w nowoczesnej gospodarce jest mnóstwo substytutów pieniądza, a po drugie, że dowolną ilość pieniędzy (nawet jeśli można ją zdefiniować) można łatwo zwiększyć w efekcie, po prostu używając jej bardziej intensywnie, to znaczy zwiększając prędkość jej obiegu. W kluczowym fragmencie raport stwierdza: „Nie możemy znaleźć żadnego powodu, aby przypuszczać, ani żadnego doświadczenia w historii pieniądza wskazującego, że istnieje jakiegokolwiek ograniczenie prędkości obiegu” (akapit 391). Gdyby tak było naprawdę, cały światowy handel mógłby być prowadzony za pół pensa.

W wysoko rozwiniętym systemie finansowym nie można lekko odrzucić teoretycznych trudności identyfikacji „podaży pieniądza”. Nawet jeśli się je zignoruje, cała niejasność związku między podażą pieniądza a poziomem całkowitego popytu pozostaje: niejasność, która tkwi w niemożności ograniczenia prędkości obiegu.

Z takich właśnie powodów doszli do zdumiewającego wniosku, że polityka pieniężna była drugorzędna: „Przewidujemy, że stosowanie środków pieniężnych nie będzie w normalnych czasach odgrywało innej roli niż podrzędna w kierowaniu rozwojem gospodarki”. Jest to całkowicie prawdą, jak wskazano w Radcliffe i innych oficjalnych raportach, takich jak Pierwszy raport Rady ds. Cen, Produktyności i Dochodów (1958), że prędkość obiegu stale i znacząco wzrastała w latach 50. Tabela

<i>Year</i>	<i>I Note circulation</i>	<i>II Net deposits London clearing [banks]</i>	<i>III Money supply (I+II)</i>	<i>IV Total domestic expenditure</i>	<i>V Velocity of circulation (IV÷III)</i>
	<i>£m</i>	<i>£m</i>		<i>£m</i>	
1947	1351	5454	6805	11181	1.64
1948	1229	5703	6932	11837	1.71
1949	1238	5761	6999	12457	1.75
1950	1244	5800	7044	12911	1.83
1951	1291	5918	7209	14975	2.08
1952	1370	5844	7214	15644	2.17
1953	1462	6012	7474	16803	2.25
1954	1551	6225	7776	17721	2.28
1955	1657	6171	7828	19154	2.45
1956	1765	5998	7763	20296	2.61
1957	1828	6059	7887	21139	2.68
Increase % 1947–57	31.2	23.1	26.1	104.8	–

pokazuje tę tendencję, przy czym prędkość w 1947 r. wynosiła 1,64 i rosta każdego roku, aby osiągnąć 2,68 w 1957 r. Wydatki podwoiły się, mimo że podaż pieniądza wzrosła tylko o około jedną czwartą. Tradycyjny pomiar podaży pieniądza, banknoty plus depozyty netto w londyńskich bankach rozliczeniowych, wzrastał zatem tylko w bardzo umiarkowanym tempie w latach przed Radcliffem, a zatem inflacyjny wpływ pieniężnej strony problemu był niedoceniany, ponieważ wkłady marginalnych instytucji finansowych były albo całkowicie ignorowane, albo w znacznym stopniu pomijane jako potencjalni twórcy pieniądza. Uważano, że tylko banki mogą tworzyć pieniądze; a w każdym razie, w poglądzie Radcliffa, jak widzieliśmy, podaż pieniądza nie miała w ogóle większego znaczenia – pogląd, który był bardzo szeroko rozpowszechniony. Tak więc Czwarty Raport o cenach, produktywności i dochodach, przedstawiając rażąco oczywisty punkt widzenia, że „jednym ze skutków inflacji jest wzrost cen”, kontynuował freudowską pomyłkę, że „zatrzymanie tego wzrostu nie jest głównym celem polityki” (HMSO 1961). Nigdzie nie odnoszą się do potrzeby kontrolowania podaży pieniądza, nawet w celu uzupełnienia ich innych i prawidłowo zdiagnozowanych celów zwiększania produktywności i kontrolowania popytu i dochodów pieniężnych za pomocą środków fiskalnych. Próbę zwrócenia uwagi na wkład inflacyjny instytucji bankowości wtórnej autor podjął w listopadzie 1970 r. w następujący sposób:

Odpowiednie do zapadkowych zapadek inflacji kosztów, takich jak te spowodowane obecną eksplozją płac... są te zapadkowe zapadki monetarne pochodzące w dużej mierze z dynamicznego marginesu finansowego. Zapewniają one elastyczność w dostarczaniu finansów, zwłaszcza dla pożyczkobiorców początkowo odrzuconych przez tradycyjne źródła. Rezultatem jest zwiększenie dostępności i



efektywności podaży pieniądza w długim okresie, pomimo powolnego wzrostu depozytów w tradycyjnym systemie bankowym... Elastyczna i dyskrejonalna polityka pieniężna jako część i paczka różnych innych instrumentów kontroli – pakiet Radcliffe'a, ale ze znaczącą różnicą, że pieniądź odgrywa znacznie większą rolę – jest zatem niezbędna, jeśli inflacja ma zostać ograniczona.

Autor dodał, że Bank Anglii z opóźnieniem dostrzegł konieczność rozszerzenia swojej definicji pieniądza z M1 do M2 i M3; wąskiej, średniej i szerokiej. Ponadto zauważył, że „im szersza definicja, tym szybszy był wzrost wykazywany w ostatnich latach. Tak więc między 1964 a 1969 rokiem M1 wzrosło o 14 procent, M2 o 25 procent, podczas gdy dynamiczny M3 wzrósł o 37 procent. Duża część marginesu (z opóźnieniem) znalazła się w oficjalnych definicjach pieniądza (Davies 1971). Chociaż proces ten, jak pokazano później, musiał jeszcze potrwać, przekonanie, że tylko „niewątpliwe” banki mogą tworzyć pieniądze, a tym samym inflację, zostało w końcu publicznie zdyskredytowane przez same władze monetarne pod koniec lat 60. Pomimo takiego wzrostu finansów, luki w kredytach utrzymywały się.

### **Wypełnianie luk finansowych**

Podobnie jak biedni, zawsze jest z nami margines niezadowolonych pożyczkobiorców, że skargi na „luki” w podaży kredytów są niekończące się. Banki chronią się, racjonując podaż kredytów, które same tworzą, nie tylko podnosząc cenę, czyli stopy procentowe (i opłaty), które pobierają, ale także, a częściej, po prostu odmawiając pożyczania tym, których uważają za niewiarygodnych kredytowo pożyczkobiorców. Tylko wtedy, gdy rozsądnie żywotne sektory pożyczkobiorców są zwykle odrzucane przez banki, można uzasadnić istnienie luki. Widzieliśmy już, jak Komitet Macmillana w 1931 r. ujawnił lukę w średnioterminowym finansowaniu dla mniejszych firm. Komitet Radcliffe'a w 1959 r. zbadał cztery rzekome luki w finansowaniu dostępnym dla następujących sektorów: rolnictwo; eksport; badania i rozwój; i transfer pieniędzy. W odniesieniu do rolnictwa, komisja „nie była w stanie dojść do wniosku, że istnieje jakakolwiek oczywista i poważna luka w udzielaniu kredytów”. Jednak w odniesieniu do eksportu komisja stwierdziła „lukę na rynku kapitałowym dla długów o terminie zapadalności od ośmiu do dwunastu lat”. Luka ta istniała pomimo przydatnej pracy wykonanej przez Departament Gwarancji Kredytów Eksportowych, który został utworzony w ramach Zarządu Handlu w 1919 r. Luka ta powstała częściowo dlatego, że ECGD, wraz z innymi członkami Unii Berneńskiej (lub Międzynarodowego Stowarzyszenia Kredytów Eksportowych), chciało pokazać, że „zajmuje stanowcze stanowisko przeciwko żądaniom nadmiernie długich kredytów”. Komisja obawiała się również, że „ten kraj prawdopodobnie nie będzie głównym beneficjentem międzynarodowego wyścigu kredytowego”. Niemniej jednak luka ta została w dużej mierze wypełniona wkrótce potem przez program refinansowania prywatnego długu eksportowego ustanowiony przez Bank Anglii. Zgodnie ze swoją filozofią ograniczania zaangażowania rządu w biznes, ECGD zostało „sprywatyzowane” przez rząd Thatcher w 1990 r., wykorzystując bank handlowy Samuel Montagu jako narzędzie transferu. Luki, z którymi borykają się małe przedsiębiorstwa, mają tendencję do zmiany na przestrzeni lat, przy czym pojawiają się nowe luki, a stare zmieniają swoją postać. Tak więc, chociaż Komitet Radcliffe'a chwalił osiągnięcia takich instytucji, jak Industrial and Commercial Finance Corporation (później nazywana Investors in Industry, a później nadal „3i”) i Finance Corporation for Industry, komitet pozostał mocno przekonany, że różne luki nadal istnieją i zasugerował, aby banki udzielały „kredytów terminowych” na stały okres od pięciu do około ośmiu lat. Ta rada była stopniowo wdrażana (prawdopodobnie w takim samym stopniu w wyniku agresywnej konkurencji amerykańskich banków, jak i raportu Radcliffe'a). Komitet Radcliffe'a wyraził szczególne zaniepokojenie, że „istnieją szczególne problemy dotyczące zapewnienia finansowania na rozwój komercyjny małych przedsiębiorstw i prywatnych firm nowych wynalazków i innowacji technicznych”. Można je jednak przezwyciężyć „poprzez utworzenie Industrial Guarantee Corporation ze wsparciem rządu”. Pogląd ten został silnie wzmocniony wnioskami Bolton Enquiry into Small Firms, który opublikował swój raport w listopadzie 1971 r. po tym, jak zlecił

Economists' Advisory Group przeprowadzenie szczegółowego badania „Financial Facilities for Small Firms”. EAG znalazło „lukę informacyjną”, która została następnie w dużej mierze wypełniona przez utworzenie sieci Small Firms Advisory Centres. Jednak zalecenia Bolton Report wydawały się słabe w obliczu jego własnych dowodów. Odrzuciło przyjęcie niewątpliwie najbardziej udanego modelu American Small Business Administration, a nawet w pewnym momencie posunęło się do stwierdzenia, że „obecnie nie ma żadnej luki odpowiadającej słynnej Macmillan Gap” (s. 188). Mimo to nie mogło uniknąć wniosku, że

Odkryliśmy, że małe firmy cierpiały i nadal cierpią z powodu wielu rzeczywistych niepełnosprawności, w porównaniu z większymi firmami, w poszukiwaniu finansowania ze źródeł zewnętrznych... Przed wszystkim potrzebny jest system ekonomiczny i podatkowy, który umożliwi jednostkom nabywanie lub zakładanie nowych firm z zasobów osobistych i rozwijanie ich na podstawie zatrzymanych zysków. Bez tego żadne instytucjonalne ustalenia finansowe nie mogą zachować sektora małych firm.

Sześć lat później Komitet Wilsona, który został powołany w celu „przeгляdu funkcjonowania instytucji finansowych”, był jednak nadal tak niezadowolony z przepływu środków finansowych do przemysłu, że postanowił uczynić to najpilniejszą częścią swojego dochodzenia i opublikował wyniki w 1977 r., trzy lata przed swoim głównym raportem. „Niezależnie od tego, czy warunki finansowania są stronicznie wobec małych firm, istnieje dla nich „luka informacyjna”: nie wiedzą wystarczająco dużo o dostępnych udogodnieniach i często brakuje im umiejętności potrzebnych do przedstawiania propozycji finansowych” (Raport Wilsona 1977, ust. 144). Chociaż luka informacyjna została częściowo wypełniona, luka w rzeczywistych finansach, pomimo wszystkich wcześniejszych wysiłków, pojawiła się ponownie na taką skalę, że zaniepokoiła Bank Anglii. W swoim kwartalnym biuletynie z lutego 1990 r. Bank wyraził pogląd, że

Wiele wydarzeń sugeruje, że luka ta mogła się poszerzyć w ostatnich latach. Zidentyfikowano dwie możliwe luki: kapitał nasion kukurydzy i kapitał wzrostu drugiego etapu... Podczas gdy branża nie zgadza się co do tego, w jakim stopniu, jeśli w ogóle, istnieje luka w dostępności kapitału wzrostu drugiego etapu w kwotach od 100 000 do 250 000 funtów, istnieje znaczna zgoda co do tego, że kapitał nasion kukurydzy w wysokości poniżej 100 000 funtów jest trudny do uzyskania. (Luty 1990).

Luki, podobnie jak historia, powtarzają się Niewątpliwie najbardziej udanym wynikiem w wypełnieniu jednej z czterech luk Radcliffa był przypadek płatności transferowych lub „giro”. Komitet był przekonany, że „doświadczenia innych krajów sugerują, że jakiś prosty mechanizm transferu płatności... byłby udogodnieniem, które mogłoby zostać przyjęte z zadowoleniem i wykorzystane przez społeczeństwo w tym kraju... system giro obsługiwany przez General Post Office” (akapity 963–964). To zalecenie, pomimo zacieklego sprzeciwu banków, zostało przyjęte przez rząd Partii Pracy Harolda Wilsona, wraz z ogłoszeniem przez pana Wedgwooda Benna, Generalnego Dyrektora Poczty, 21 lipca 1965 r., że zostanie utworzony pocztowy giro. Rozpoczął on działalność w swojej siedzibie w Bootle w połowie 1968 r. „National Giro był pierwszym bankiem sektora publicznego założonym w Wielkiej Brytanii od ponad wieku i pierwszym bankiem na świecie, który został założony od początku w celu zapewnienia w pełni skomputeryzowanej obsługi w całym kraju” (Davies 1973). Chociaż nie udało mu się dorównać osiągnięciom swoich kontynentalnych odpowiedników ani osiągnąć szczytów oczekiwanych przez bardziej euforycznych zwolenników, National Giro, później nazwany Girobank, rozszerzył swoje pierwotnie ograniczone usługi i działał rentownie w ciągu pierwszej dekady. Być może najbardziej udane wyniki osiągnięto w jego „usłudze depozytów biznesowych”, obsługując gotówkę, чеки i wpływy z kart kredytowych, głównie sprzedawców detalicznych (które wyniosły 39 miliardów funtów w 1989 r. i 55 miliardów funtów w 1992 r.) i wykorzystując je do wypłacania emerytur, zasiłków dla bezrobotnych i innych świadczeń socjalnych za pośrednictwem około 20 000 oddziałów pocztowych. Po dwudziestu jeden latach w sektorze publicznym również został „sprywatyzowany”

przez rząd Thatcher, kiedy po aukcji publicznej, w której kilka brytyjskich i zagranicznych banków wykazało zainteresowanie, został ostatecznie zakupiony przez Alliance and Leicester Building Society w lipcu 1990 r. za kwotę 72,8 mln funtów, co okazało się dużą kwotą do przełknięcia. Jest znany jako pierwszy bank rozliczeniowy kupiony przez towarzystwo budowlane. Krótko mówiąc, giro było wartościowym eksperymentem publicznym, ale wprowadzono je zbyt późno, aby wykroić duży i dochodowy udział w rynku, jakim cieszyły się kontynentalne giro. Kiedy pojawiło się na scenie, banki rozliczeniowe i towarzystwa budowlane zajęły się rozszerzaniem swoich zwyczajów wśród klasy robotniczej, którą giro miało nadzieję w dużej mierze przejąć dla siebie. Pod koniec stulecia wariant luki Macmillana, z którą borykały się małe i średnie przedsiębiorstwa, został ponownie odkryty, gdy opublikowano pracę Dona Cruickshanka *Competition in UK Banking: A Report to the Chancellor of the Exchequer* (HMSO, 20 marca 2000 r.).

### **Silniejsza konkurencja i słabsza kontrola kredytowa**

W maju 1971 r. Bank Anglii wydał dokument konsultacyjny zatytułowany „Konkurencja i kontrola kredytowa”, którego główne propozycje, po uwzględnieniu opinii zainteresowanych stron, zostały wprowadzone w życie od września tego samego roku. Konkurencja i kontrola kredytowa miały dwa główne cele: po pierwsze, stymulować silną, ale uczciwszą konkurencję między różnymi rozwijającymi się instytucjami finansowymi, a po drugie, zapewnić ulepszoną metodę, dzięki której Bank Anglii i Skarb Państwa mogłyby kontrolować całkowitą kwotę kredytu, który jest obecnie dostarczany przez szerszy zakres instytucji niż tylko tradycyjne banki rozliczeniowe. Jak się okazało, banki i inne instytucje finansowe natychmiast połączyły marchewkę konkurencji, ale umiejętnie unikały pałek kontroli - do tego stopnia, że kontrole musiały zostać znacznie wzmocnione, aby spróbować powstrzymać tzw. „kryzys bankowości wtórnej” zaledwie dwa i pół roku później. Wśród instytucji finansowych niebędących bankami dominowały domy finansowe. Współczesny raport Crowthera na temat kredytu konsumenckiego, opublikowany w marcu 1971 r., wykazał, że chociaż najwcześniejsze tego typu domy pojawiły się w połowie XIX wieku w celu sfinansowania wynajmu wagonów węglowych, ich gwałtowny wzrost w Wielkiej Brytanii nastąpił dopiero po II wojnie światowej i obejmował finansowanie dostaw dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku, takich jak meble i wyposażenie, radia, telewizory, pralki, lodówki i (o szybko dominującym znaczeniu) samochody. „Podawano liczby sięgające 1900 dla całkowitej liczby domów, ale wydaje się, że jest około 1000 aktywnych domów, a większość faktycznego biznesu znajduje się w rękach mniej niż stu”, z których czterdzieści jeden było członkami Stowarzyszenia Domów Finansowych, podczas gdy większość z tuzina największych była spółkami zależnymi banków. Inflacyjna siła zakupu ratalnego stała się oczywista dzięki połączeniu rosnących dochodów dyskrecyjnych z szeroko reklamowanymi udogodnieniami finansowymi oferowanymi przez domy finansowe, a później przez same banki. W miarę jak realny dochód kraju wzrasta, jego dochód dyskrecyjny wzrasta w większym stopniu. Keynes uważał za „podstawową zasadę”, że to oszczędności wzrastają bardziej niż proporcjonalnie wraz ze wzrostem dochodów; ale teraz, wraz ze wzrostem znaczenia kredytów ratalnych, znacznym rocznym wzrostem płac i bezpieczeństwem parasola państwa opiekuńczego, możliwe było przewidzenie takiego wzrostu siły nabywczej, co skutkowało chwilowym wzrostem marginalnej skłonności do wydawania pieniędzy do poziomu jedności lub nawet wyższego. Agresywność domów finansowych i atrakcyjność kredytów ratalnych dla bogatszej klasy robotniczej okazały się potężnym motorem inflacji. (Doskonałą, wczesną, choć ogólnie pomijaną i zaniedbywaną, analizę wkładu zakupu ratalnego w utrzymywanie się inflacji przedstawił dr Paul Einzig w „Dynamice kredytu ratalnego”, 1956). Jeśli klienci mogliby uzyskać kredyt, którego żądali od pośredników finansowych spoza banków (a wielu z nich nie było wówczas uznawanych za godnych bycia tradycyjnymi klientami banków), to próba kontrolowania łącznej podaży kredytu wyłącznie za pomocą tradycyjnych kontroli Banku Anglii nad bankami rozliczeniowymi była skazana na niepowodzenie. Zwiększona konkurencja oznaczała, że nowe i szersze metody kontroli stały się

niezbędne. To wyjaśnia fundamentalną zmianę, której próbował dokonać Bank w 1971 r. Dzięki swojej nowej polityce konkurencji i kontroli kredytowej Bank przeszedł od racjonowania kredytu bankowego poprzez ilościowe pułapy zaliczek bankowych i jakościowe lub selektywne wskazówki – które oprócz tego, że były niesprawiedliwie restrykcyjne, ponieważ ograniczały się do pośredników rozliczeniowych, również poważnie zmniejszały przepływ kredytu. Zamiast tego Bank chciał polegać na bardziej powszechnym wpływie mechanizmu cenowego, przy czym główną bronią stały się wahania stopy procentowej, chociaż zachował swoją władzę, zgodnie z zaleceniem Raportu Radcliffe'a, aby żądać specjalnych depozytów od „banków”, teraz szerzej zdefiniowanych. Dwa poprzednie wskaźniki kontroli, stary 8-procentowy „wskaźnik gotówki” i raczej nowszy 28-procentowy „wskaźnik płynności” zostały zastąpione zastrzeżeniem, że wszystkie instytucje bankowe musiały utrzymywać co najmniej 12,5 procent swoich depozytów w formie „kwalifikowanych aktywów rezerwowych” (które obejmowały salda w Banku Anglii, bony skarbowe i pieniądze na żądanie z rynku dyskontowego). Banki rozliczeniowe zgodziły się zakończyć swój kartel stóp procentowych (który ustanowiły w latach 30. XX wieku) i w ten sposób zaczęły konkurować o pożyczki i depozyty za pomocą bardziej konkurencyjnych stóp procentowych. Bank Anglii wycofał się ze swojej tradycyjnej stopy procentowej i zastąpił ją minimalną stopą pożyczkową, która odtąd miała być ustalana automatycznie przez siły rynkowe, a nie arbitralnie przez Bank (choć zachował on do tego prawo). W tym samym czasie zniesiono kontrolę nad zakupami ratalnymi. Wszystko było gotowe na niezrównoważony boom, brawurowy pęd ku wzrostowi, kierowany przez Anthony'ego Barbera, konserwatywnego kanclerza skarbu w latach 1970-1974. (Później został prezesem Standard Chartered Bank, który w listopadzie 1973 r., zaledwie kilka tygodni przed krachem, kupił Julian S. Hodge & Co. Ltd, przykład par excellence nowego powojennego domu finansowego). Transakcję określono jako „jedną z najlepiej zaplanowanych wielomilionowych sprzedaży w historii” (Reid 1982). Rok 1970 stanowi punkt zwrotny w względnej pozycji londyńskich banków rozliczeniowych w porównaniu zarówno z towarzystwami budowlanymi, jak i bankami zagranicznymi w Wielkiej Brytanii, ponieważ to właśnie w tym roku oszczędności osobiste w towarzystwach budowlanych po raz pierwszy przekroczyły oszczędności w londyńskich kasach rozliczeniowych, a także był to pierwszy rok, w którym łączna suma depozytów w amerykańskich bankach w Wielkiej Brytanii przekroczyła sumę depozytów w londyńskich bankach rozliczeniowych. Dominacja clearerów w brytyjskim systemie monetarnym, która trwała nieco ponad pół wieku, dobiegła końca. W tym czasie to amerykańskie banki stanowiły zdecydowanie najważniejszy sektor banków zagranicznych stacjonujących w Londynie, ale cały sektor zamorski росł szybko w tempie znacznie większym niż wzrost clearerów, nawet po tym, jak ich kajdany zostały zdjęte w 1971 r. Cały brytyjski system finansowy znajdował się w procesie szybkich zmian, stając przed władzami z bezprecedensowymi wyzwaniami, jak kontrolować ten bardziej złożony i rozszerzający się zalew kredytów. Próbuąc zobaczyć, jak sobie poradzić – lub jak sobie nie poradzić, jeśli miarą jest kontrola inflacji – przyjrzymy się najpierw zmianom w spółdzielniach budowlanych i kasach oszczędnościowych, zanim przejdziemy do zbadania wzrostu amerykańskich i innych banków zagranicznych, wraz ze wzrostem rynku eurowalutowego. Towarzystwa budowlane były w stanie wyprzedzić banki rozliczeniowe i przejąć rosnącą część znacznie rosnącej sumy oszczędności osobistych, częściowo dlatego, że znacznie powiększyły sieć swoich oddziałów, a częściowo dlatego, że były w szczęśliwej sytuacji, ponieważ były generalnie ignorowane, jeśli chodzi o politykę pieniężną; ponieważ zgodnie z powszechnie przyjętą teorią, tylko banki mogły tworzyć pieniądze i dlatego musiały mieć takie uprawnienia pod kontrolą. Keynesiści, zwłaszcza po Radcliffe'ie, mieli tendencję do ignorowania lub bagatelizowania znaczenia pieniądza, podczas gdy monetarzyści skupiali swoją jednooczną wizję wyłącznie na węższych zakresach pieniądza – pośrednicy finansowi spoza banków byli poza ich zasięgiem. Towarzystwa budowlane, bez żadnych ograniczeń, były w stanie prześcignąć banki w ich udziale w lukratywnym, rosnącym rynku oszczędności osobistych. Całkowita suma oszczędności osobistych wzrosła znacząco w ciągu trzydziestu lat po 1950 r., podczas których cały czas rósł również

wskaźnik oszczędności osobistych – pomimo erozji wartości jednostkowej oszczędności w wysoce inflacyjnych latach 70. Zmiana osobistych nawyków zajmuje dużo czasu, więc dopiero w latach 80. wskaźnik ten znacząco spadł. Towarzystwa budowlane oraz fundusze ubezpieczeniowe i emerytalne zyskały większy udział w tym rynku; udział banków wzrósł tylko powoli; podczas gdy udział krajowego ruchu oszczędnościowego znacznie spadł. Do 1969 r. udział banków przewyższał udział towarzystw, ale przez całe lata 70., z jednym i bardzo marginalnym wyjątkiem z 1974 r., udział towarzystw przewyższał udział banków. Początkowo banki nie wydawały się być specjalnie zaniepokojone rosnącą konkurencją towarzystw, a w każdym razie banki były wykluczone z rywalizacji z powodu surowości i czasu trwania ich nierównych ograniczeń; ale nawet po zniesieniu ograniczeń i wprowadzeniu bardziej sprawiedliwego systemu wraz z Konkurencją i Kontrolą Kredytów w 1971 r. banki uważały, że jest mnóstwo miejsca dla obu instytucji na wciąż szybko rozwijającym się rynku oszczędności. Łączna kwota oszczędności osobistych gwałtownie wzrosła w latach 70., zwiększając się trzykrotnie z 3 123 milionów funtów w 1970 r. do 10 044 milionów funtów w 1975 r., a następnie niemal dwukrotnie, osiągając 19 264 milionów funtów w 1979 r. (CSO, Financial Statistics, sierpień 1980 r.). Towarzystwa budowlane były w stanie wykorzystać ten rosnący rezerwuar oszczędności poprzez swoją podstawową strategię znacznego rozszerzenia sieci wygodnie zlokalizowanych i „przytulnych” oddziałów. Liczba oddziałów wzrosła z 659 w 1952 r. do 2016 w 1970 r. i do 5147 w 1979 r. Liczba rachunków udziałowych i depozytowych w towarzystwach budowlanych wzrosła z 2 910 000 w 1950 r. do 10 883 000 w 1970 r. i do 31 551 000 w 1980 r., podczas gdy ich całkowite aktywa wzrosły z 1 255 872 000 funtów w 1950 r. do 10 818 772 000 funtów w 1970 r. i do 53 792 870 000 funtów w 1980 r. (Davies 1981). Towarzystwa budowlane prosperowały zatem, będąc ignorowane, pomijane lub niedoceniane przez władze monetarne i potencjalnych konkurentów. Raport Radcliffe’a, przedstawiając obowiązki Rejestratora w zakresie kontroli nad towarzystwami budowlanymi, stwierdzał po prostu, że „celem nadzoru jest ochrona społeczeństwa przed konsekwencjami nierozsądnego lub oszukańczego zarządzania i nie ma on znaczenia pieniężnego” (akapit 296, dodano podkreślenie). Dopiero w połowie lat 70. Bank Anglii zaczął naprawdę wykazywać duże obawy dotyczące towarzystw. Do 1980 r. opinia przedstawiona w Raporcie Wilsona była zaskakująco wroga wobec wywyższania się towarzystw, jednak nawet Wilson był zmuszony przyznać, że „towarzystwa w trakcie rozszerzania swoich sieci oddziałów wydają się przyciągać więcej nowych klientów, niż można by się spodziewać, i mają niższe niż przeciętne koszty administracyjne” (akapit 375). Ponieważ oszczędności są pozostałością po dużych sumach, nie można być zbyt nieugiętym co do dokładności procentu dla danego roku; ale średnie dla dekad wygładzają taką zmienność i bardzo dokładnie pokazują wzrost trendu wskaźnika oszczędności osobistych z 3,82 procent w latach 50., przez 8,06 procent w latach 60. do niezwykle wysokiego poziomu dla Wielkiej Brytanii w latach 70., wynoszącego 11,66 procent i 9,30 procent w latach 80. To właśnie ten głównie rosnący trend pomógł towarzystwom budowlanym osiągnąć tak udaną stopę wzrostu przez większość okresu powojennego. (Doskonałą ocenę „upadku i wzrostu oszczędności” w latach 1980–1990 przedstawił profesor K. A. Chrystal w 1992 r.) Międzynarodowe porównania z okresu 1970–1992 pokazują średnie wskaźniki oszczędności osobistych wynoszące około 19 procent dla Japonii, 16 procent dla Francji i 13 procent dla Niemiec Zachodnich – ale tylko 10 procent dla Wielkiej Brytanii i 7 procent dla USA (Bundesbank Monthly Report, październik 1993 r.). Historia sukcesu towarzystw budowlanych nie została powtórzona przez banki oszczędnościowe, które zostały dokładnie zbadane przez Komitet ds. Przeglądu Oszczędności Narodowych powołany pod przewodnictwem Sir Harry’ego Page’a w czerwcu 1971 r. i który opublikował swój raport w czerwcu 1973 r. (Cmnd 5273). Sir Harry próbował przenieść niewzruszony „ruch” oszczędności narodowych na bardziej nowoczesną płaszczyznę, a w szczególności próbował zmusić Trustee Savings Banks do stania się „trzecią siłą” w brytyjskiej bankowości; ale bezwładność ich staromodnych metod znacznie opóźniła wdrożenie reform, które stały się wyraźnie spóźnionymi. Wystarczy kilka wymownych przykładów. Stopa procentowa wypłacana od zwykłych depozytów przez pocztę i TSB pozostała niezmienna na poziomie

2,5 procenta od 1888 r. do 1971 r., kiedy to, sto dziesięć lat po założeniu POSB, została podniesiona do 3,5 procenta, a do 4 procent w 1973 r. Zebrane pieniądze trafiały do kas rządowych: polityka okradania biednych, aby płacić bogatym. Władze zignorowały rozpaczliwą prośbę Page'a, że National Giro może „w dłuższej perspektywie” zostać połączone z National Savings Bank (paragraf 400). TSB były bolesnie powolne w realizacji zaleceń Page'a dotyczących fuzji i rozszerzenia usług bankowych, które musiały świadczyć. Ostatecznie siedemdziesiąt trzy oddzielne TSB połączono w piętnaście grup, a następnie w dwie główne grupy, jedną dla Szkocji i jedną dla Anglii i Walii, wraz z Bankiem Centralnym w Londynie. Przez większość okresu powojennego żywotność towarzystw budowlanych stanowiła ostry kontrast z niedołącznością krajowego ruchu oszczędnościowego i powolnym postępowaniem TSB. W latach 80. zarówno towarzystwa budowlane, jak i banki oszczędnościowe z powodzeniem wkraczały na teren, który wcześniej był domeną banków rozliczeniowych. Dalszą konkurencję zapewniły szkockie banki, które potrzebowały „Lebensraum” i dlatego zintensyfikowały swoją działalność na południe od granicy. Tak więc na przykład w 1977 r. Royal Bank of Scotland w pełni przejął sieć oddziałów Williama i Głyna w Anglii i Walii, podczas gdy Bank of Scotland, który przejął North West Securities już w 1958 r., przejął w 1986 r. drugi bankowy wynalazek Sir Juliana Hodge'a, (komercyjny) Bank of Wales. W dużym kontraście do „wojny angielsko-szkockiej” sprzed wieku ta nowa południowa inwazja nie wywołała wrogości. Wręcz przeciwnie, Bank of Scotland został wybrany, według sondażu z 1989 r. przeprowadzonego przez The Economist i Loughborough University, „najbardziej podziwianym bankiem” przez grupę bankowych rówieśników. Powiązanym, znaczącym, ale ogólnie pomijanym aspektem wzrostu bankowości wtórnej był jej wymiar regionalny, widoczny być może najwyraźniej w rozwoju Cardiff jako centrum finansowego, w dużej mierze w wyniku inicjatyw przedsiębiorczych Sir Juliana Hodge'a. Powstawanie nowych banków (nie tylko zmiany nazwy) jest rzadkie w nowoczesnej Wielkiej Brytanii w porównaniu na przykład z setkami rocznie w USA. Dlatego też godne uwagi jest to, że trzeci nowy walijski bank, Julian Hodge Bank Ltd, został otwarty w Cardiff w 1988 roku. Pomimo recesji na początku lat 90., kiedy Bank of England musiał utrzymywać czterdzieści małych banków „pod szczególnie ścisłą kontrolą”, jego pomyślny postęp został wskazany w niezależnym raporcie badawczym „Najlepiej prosperujące banki, 1993”, który umieścił Julian Hodge Bank Ltd na trzecim miejscu z 239 autoryzowanych instytucji objętych badaniem (Searchline Publishing 1993). Dalszym wskaźnikiem rozwoju finansowego w Walii jest wzrost zatrudnienia w „bankowości, finansach i ubezpieczeniach” z 37 000 w 1971 r. do 90 000 w 1991 r., co w mile widzianym stopniu rekompensuje spadek zatrudnienia w tradycyjnych ciężkich gałęziach przemysłu (Welsh Economic Trends nr 13 1992). (Co więcej, w jakościowym bilansie społecznym Wielkiej Brytanii praca w bankowości jest nieskończenie bezpieczniejsza i o wiele bardziej przyjazna, czystsza, mniej żmudna i bardziej otwarta dla obu płci niż górnictwo węgla i ma mniejszą zawartość importu niż produkcja stali. Nie chodzi o potępienie znaczenia gospodarczego produkcji.) Nadal o wiele ważniejsze w odniesieniu do bezpośredniej konkurencji z podstawową działalnością banków rozliczeniowych, domów dyskontowych i banków handlowych było to, co agresywnie naciskały banki z zagranicy, magnetycznie przyciągane do Londynu, głównego bieguna globalnej bankowości.

### **Amerykańska inwazja i rynki eurowalutowe w Londynie**

Chociaż około tuzina dużych banków zagranicznych założyło swoje siedziby w Londynie w ciągu trzydziestu lat poprzedzających I wojnę światową (w tym Comptoir National, Crédit Lyonnais, Société Générale; Deutsche i Dresdner; Swiss Bank Corporation i Yokohama Specie Bank), tylko około siedmiu amerykańskich instytucji bankowych, niemających szczególnego znaczenia i prowadzących różnorodne operacje finansowe i handlowe, zdołało się tam założyć. Amerykańskie ograniczenia prawne wstrzymały taki rozwój do czasu poprawki Edge Act z 1919 r.; nawet później nie nastąpił żaden prawdziwy wzrost, dopóki w latach 60-tych nie nastąpił gwałtowny napływ amerykańskich banków do Londynu. W Londynie działało nadal tylko siedem amerykańskich banków, gdy w 1959 r. zostały one

pobieżnie zbadane przez Radcliffe Committee. Komitet ten nie był szczególnie zainteresowany bankami zagranicznymi: „Nie przyjmowaliśmy ustnych ani pisemnych dowodów od banków zagranicznych... tylko ich względna nieistotność na krajowej scenie finansowej może usprawiedliwić nasze pobieżne ich potraktowanie”. Pierwotny koń trojański, choć równie pobieżnie zbadany, wzbudził przynajmniej większe zainteresowanie. Dwa lata później, gdy United States Commission on Money and Credit opublikowała raport, zwrócono jeszcze mniejszą uwagę na ich własnego konia trojańskiego, strategicznie umiejscowionego w centrum Londynu (Money and Credit: their Influence on Jobs, Prices and Growth 1961). Komitet Radcliffe’a zauważył jednak, że „amerykańskie banki zapuściły się dalej i aktywniej w (krajowy) biznes niż inne banki zagraniczne”, ale pocieszyli się, mówiąc, że „ten krajowy biznes jest nieistotny w porównaniu z działalnością banków rozliczeniowych”. W ciągu dziesięciu krótkich lat sytuacja uległa drastycznej zmianie, chociaż nawet wtedy jego znaczenie było nadal lekceważąco niedoceniane przez władze i większość komentatorów akademickich. W 1959 r. łączna wartość depozytów w amerykańskich bankach w Wielkiej Brytanii, wynosząca 163,2 mln funtów, stanowiła zaledwie 2,5 proc. z 6552,4 mln funtów przechowywanych w londyńskich kasach rozliczeniowych i była równoważna jedynie 24,3 proc. z 670,9 mln funtów przechowywanych w bankach szkockich (Radcliffe 1959, Memoranda of Evidence, II). W latach 1959–1970 dwadzieścia dziewięć najpotężniejszych amerykańskich banków pośpieszyło, aby dołączyć do siedmiu już tam obecnych, zaczynając od First National Bank of Chicago w 1959 r., Chemical Bank w 1960 r. i Continental Illinois w 1962 r. Sześć innych poszło w ich ślady w ciągu następnych trzech lat, co zakończyło się napływem nie mniej niż dwudziestu nowych przybyszów w ciągu trzech lat od 1968 r. do 1970 r., wszystkie z nich były „bankami wartymi miliardy dolarów”. Taki wzrost trwał dalej, ale jest jasne, że do 1970 r. nastąpiła już fundamentalna zmiana. Jak wyjaśnia dr Ian Thomas, jeden z pierwszych ekonomistów, który zauważył znaczenie tych wydarzeń:

To wyjątkowe w historii finansów, że banki innego kraju założyły instalacje na tak dużą skalę i że ich działalność rozwinęła się, zajmując znaczącą pozycję na tak wysoko rozwiniętym i wyrafinowanym rynku jak Wielka Brytania. To, że wydarzyło się to w tak krótkim czasie, jest samo w sobie godne uwagi. To, że wydarzyło się to przy tak małej dyskusji publicznej lub tak małej liczbie akademickich opracowań, jest jeszcze bardziej niezwykle. (Thomas 1976)

Pod koniec 1970 roku depozyty w amerykańskich bankach w Wielkiej Brytanii, wynoszące 11 566,5 miliona funtów, wzrosły siedemdziesiąt jeden razy od 1959 roku i po raz pierwszy przekroczyły 10 606 milionów funtów w londyńskich bankach rozliczeniowych. Były teraz dziesięć razy większe niż 1 118,6 miliona funtów w bankach szkockich. Tymczasem depozyty w innych bankach zagranicznych również rosły, ale nie w tak spektakularnym tempie, jakie osiągnęły banki amerykańskie, które były jawnymi i agresywnymi liderami. Wyzwanie, jakie takie nowe wydarzenia stanowiły dla zarządzania pieniędzmi, podkreślił sir Leslie O’Brien, gubernator Banku Anglii, w pierwszym wykładzie poświęconym pamięci Jane Hodge wygłoszonym w Cardiff 7 grudnia 1970 roku:

Jeszcze niedawno bankowość krajowa w tym kraju była prowadzona praktycznie wyłącznie przez banki depozytowe; to znaczy głównie londyńskie banki rozliczeniowe... Zaledwie kilkanaście lat temu inne banki w Londynie stanowiły niewiele więcej niż 10% depozytów przechowywanych w całym sektorze bankowym. Od tego czasu ich depozyty wzrosły dwudziestokrotnie do ponad 17 000 milionów funtów... Ich rezydentne depozyty w funtach szterlingach zbliżają się obecnie do 3 000 milionów funtów. Stanowi to około 20% takich depozytów w całym sektorze bankowym. (BEQB, marzec 1971)

Oligopol Wielkiej Czwórki dobiegł końca. Z największych banków świata w okresie międzywojennym i bezpośrednio powojennym, zostały teraz całkowicie wyprzedzone nawet w ich rodzimym kapitale. W tym samym czasie system finansowy, w dużej mierze z inicjatywy zagranicznej, zbudował nowy rynek pieniądza obok – lub „równoległy”, jak to zaczęto nazywać – starych tradycyjnych domów

dyskontowych, tak że instytucje bankowe mogły teraz pożyczać bezpośrednio od siebie na „ryнку międzybankowym”, zamiast korzystać z domów dyskontowych jako pośrednika. City nie mogło już być rządzone przez skinienia, mrugnięcia i unoszenie brwi przez gubernatora, ani nawet przez proste wskaźniki gotówki i płynności, które, jak widzieliśmy, z różnymi modyfikacjami, wcześniej stanowiły dźwignię, za pomocą której Bank Anglii z pomocą domów dyskontowych kontrolował podaż kredytu. Ale właśnie w momencie, gdy nowe źródła finansowania z tak zwanych „wtórnych” brytyjskich i zagranicznych banków zaczęły zalewać City – sytuacja wołająca o silniejsze kontrole – władze monetarne powitały taką konkurencję tak entuzjastycznie, że stare, przysnające, przestarzałe kontrole zostały porzucone. Ich bardziej sprawiedliwe, ale znacznie luźniejsze zamienniki były całkowicie niezdolne do powstrzymania gwałtownego boomu, który nieuchronnie doprowadził do krachu w 1974 r. Ponieważ kryzys ten ledwo powstrzymał zagraniczną inwazję, najpierw prześledzimy późniejszą skalę napływu, a następnie zbadamy, w jaki sposób powstały powiązane rynki równoległe, zanim rozważymy główne cechy kryzysu bankowości wtórnej. Tylko 11 procent depozytów nie-szterlingowych i tylko 30 procent całkowitych depozytów było przechowywanych w brytyjskich bankach; stado trojańskie przejęło stajnie. Amerykańskie banki były nadal głównymi operatorami w 1980 r. z 28 procentami całkowitych depozytów i 34 procentami depozytów nie-szterlingowych: ale, co znamienne, japońskie banki z 16 procentami całkowitych depozytów i 23 procentami depozytów nie-szterlingowych zaczynały pokazywać kształt rzeczy, które miały nadejść. Do grudnia 1989 r. japońskie banki posiadały funty szterlingi w wysokości 33 315 mln funtów, co stanowiło praktycznie dwukrotność amerykańskich banków, wynoszących 17 338 mln funtów, podczas gdy japońskie zasoby innych walut w swoich bankach w Londynie, wynoszące 246 342 mln funtów, stanowiły 2,5-krotność amerykańskich banków, wynoszących 96 836 mln funtów. Amerykańskie banki przewodziły inwazji, ale inne zagraniczne banki, szczególnie japońscy giganci, entuzjastycznie poszły w ich ślady. Japońskie banki uzyskały 43 procent udziału zagranicznych banków w depozytach innych niż funty szterlingi do grudnia 1989 r. (BEQB, luty 1990 r.). Podobnie jak w przypadku wielkości depozytów, tak i w przypadku liczby oficjalnie sklasyfikowanych instytucji bankowych, banki zagraniczne stanowiły większość w Wielkiej Brytanii od dwóch dekad do 1990 r. Tak więc, z 588 instytucji uwzględnionych przez Bank of England w ramach banków Zjednoczonego Królestwa na dzień 12 stycznia 1990 r., 361 lub 61 procent stanowiły banki zagraniczne w porównaniu z 227 rodzimymi bankami (a niektóre z tych ostatnich, takie jak Northern Bank, Clydesdale i Yorkshire Bank były własnością banku australijskiego, Guinness Mahon banku nowozelandzkiego, a Morgan Grenfell banku niemieckiego). Świadomość społeczna tego zjawiska została stłumiona w całym kraju, ponieważ tylko w City of London fizyczna obecność banków zagranicznych stała się widocznie zaznaczona. Wszechobecna i kosztowna sieć oddziałów clearingowców oraz mania rozgałęzień towarzystw budowlanych, tak istotna dla gromadzenia depozytów detalicznych i transferu pieniędzy w przeszłości, zamaskowały dla większości społeczeństwa zewnętrznie wywołaną transformację brytyjskiej sceny finansowej. Wśród wielu powodów, które w tym okresie przyciągnęły amerykańskie banki do Londynu, była przede wszystkim wolność od uciążliwych ograniczeń, z którymi borykały się w swoim kraju ojczystym, takich jak ograniczenia dotyczące oddziałów, pułap stóp procentowych (Regulacja Q) i obowiązkowe depozyty rezerwowe. Po drugie, pojawiła się potrzeba podążania za amerykańskimi klientami korporacyjnymi, którzy znacznie rozszerzali swoje interesy biznesowe w Wielkiej Brytanii. Po trzecie, istniały napięcia wywołane dużymi deficytami bilansu płatniczego USA, które doprowadziły do ograniczeń w zaciąganiu pożyczek dolarowych w USA – ale nie w przypadku pożyczek dolarowych zaciąganych za granicą. Po czwarte, amerykański podatek wyrównawczy odsetek z 1963 r. podobnie zachęcał do trzymania dolarów poza USA, a Londyn był najwygodniejszym schronieniem. Po piąte, program dobrowolnego ograniczenia kredytu, mający na celu ograniczenie inflacji w USA, stymulował podnoszenie kredytu dolarowego za granicą. Po szóste, do tych czynników ekonomicznych dodano silnie podtrzymywany strach polityczny, że dolary będące w posiadaniu obcokrajowców w USA mogą zostać wywłaszczone



lub przynajmniej zamrożone, a tym samym stać się niedostępne do repatriacji. To, że strach ten miał konkretne podstawy, było w rzeczywistości wielokrotnie demonstrowane przez rządy USA. ZSRR od dawna przechowywał z tego powodu znaczną ilość dolarów w swoich oddziałach Moskiewskiego Banku Narodnego w Paryżu i Londynie; i to właśnie energiczne wykorzystanie takich sald jest powszechnie uważane za modelowe źródło rynku eurodolarowego. Kiedy w wyniku wojny sueskiej z 1956 r. rząd USA tymczasowo zamroził aktywa dolarowe przechowywane w USA przez strony konfliktu, takie obawy polityczne odżyły w wyniku przekierowania dużej części rosnącego przepływu arabskich pieniędzy naftowych do Europy – obawy te zostały później wzmocnione podczas amerykańskich kłótni z Iranem. Po siódme, powszechne przyjęcie w latach 1958 i 1959 wymienialności walut na dolary (szczególnie) i na siebie nawzajem dało ogromny impuls do marketingu pożyczek w walutach innych narodów: ustanowiono fundamenty tego, co miało stać się bilionowym rynkiem eurowalut i euroobligacji. Bank Anglii – zwykle nieskłonny do przesady – słusznie podkreślił związek między wymienialnością, wzrostem depozytów zagranicznych i wzrostem rynku eurowalut. W przemówieniu gubernatora O'Briena, o którym wspomniano powyżej, pokazał on, że „Ta fenomenalna ekspansja nastąpiła po powszechnym przejściu na wymienialność walut pod koniec 1958 r. i była związana ze wzrostem rynku euro-dolarowego” (BEQB, marzec 1971, dodano podkreślenie). Ósmym czynnikiem sprawczym był wzrost użycia „certyfikatu depozytowego”, za pomocą którego bank poświadcział, że pierwotny posiadacz dokonał dużego depozytu gotówki na ustalony czas. Dało to bankowi pewność, że depozyt nie zostanie usunięty do ustalonej daty zapadalności (od jednego miesiąca do dwóch lat), ale jednocześnie umożliwiło deponentowi sprzedaż swojego depozytu, poświęcając część odsetek, jeśli chciał uzyskać gotówkę przed datą zapadalności. Certyfikaty depozytowe po raz pierwszy pojawiły się w Nowym Jorku w 1961 r., a dolarowe CD zostały po raz pierwszy wyemitowane w Londynie przez Citibank 13 maja 1966 r., a CD w funtach szterlingach zostały wyemitowane przez amerykańskie i brytyjskie banki dwa lata później. Ich płynność została dodatkowo zwiększona, gdy First National Bank of Chicago wprowadził rynek wtórny dla takich negocjowalnych CD. Już w 1971 r. wartość CD w obrocie na rynku londyńskim przekroczyła 2 000 mln funtów. Uzupełnieniem wzrostu depozytów było pożyczanie, a naszym dziewiątym czynnikiem przyczyniającym się do wzrostu rynku równoległego był bardzo znaczący wzrost pożyczania przez władze lokalne po 1955 r., gdy ich tradycyjny dostęp do Public Works Loan Board został ograniczony i zostały wypchnięte do sektora prywatnego, stymulując wyspecjalizowany rynek depozytów władz lokalnych, w którym uczestniczyły zarówno banki zagraniczne, jak i brytyjskie. Dziesiąty czynnik mieści się w niezręcznym opisie „dezintermediacji”, w którym duzi pożyczkobiorcy, zamiast pożyczać od swojego banku, używali swojego banku (lub banków) jako agentów do organizowania pożyczek bezpośrednio od społeczeństwa, w tym innych dużych firm z nadwyżkami gotówki, które uznały takie pożyczki za bardziej dochodowe niż bierne deponowanie nadwyżek funduszy u swoich bankierów. Szczególnym aspektem wielu wariantów takich urządzeń jest rynek papierów komercyjnych, chociaż ten rynek w Londynie nie zyskał szybko takiej popularności, jaką zdobył w Nowym Jorku. Jedenastym czynnikiem było rosnące znaczenie wyspecjalizowanych brokerów pieniężnych i podobnych agentów, którzy pomogli wprowadzić różne nowo rozwijające się formy pożyczania i udzielania pożyczek w owocny kontakt, tak że nowe i stare rynki pieniężne i kapitałowe stały się w pełni zintegrowane. Tak jak stopa bankowa była kluczową stopą na tradycyjnym rynku dyskontowym, tak London Inter-Bank Offer Rate, czyli LIBOR, stała się kluczową stopą na rynkach równoległych. W rozwoju tych nowych rynków żadna pojedyncza przyczyna spośród wymienionych powyżej nie wystarczyłaby; ale razem wywołały rewolucję finansową, w której eurodolar odegrał być może najbardziej spektakularną, ale z pewnością nie jedyną ważną rolę. City of London zyskało swój światowy status dzięki sile funta; zachowało ten status, ponieważ funt spadł, stając się najwygodniejszym i najefektywniejszym centrum operacji w eurodolarze i innych walutach obcych przez banki międzynarodowe, zwłaszcza, jak również przez banki rodzime. Właśnie wtedy, gdy na

początku i w połowie lat 70. te nowe, niezwykle konkurencyjne rynki osiągnęły swój szczyt, City zostało oszołomione kryzysem bankowości wtórnej.

## **Eksperyment monetarny, 1973–1990**

### **Kryzys bankowości wtórnej: przyczyny i konsekwencje**

Ponieważ większość współczesnych pieniędzy to pieniądze bankowe, postawy, przekonania, mody, nastroje, filozofie lub teorie bankierów (nazywaj je jak chcesz) mają głęboki wpływ na tworzenie i dystrybucję pieniędzy. Tak więc oprócz metamorfozy instytucjonalnej wyjaśnionej powyżej, podstawową przyczyną nadmiernej kreacji kredytu, która doprowadziła do kryzysu bankowego w latach 1973–1975, była zmiana teorii bankowości z „zarządzania aktywami” na „zarządzanie pasywami”; a główną konsekwencją kryzysu była nagła i głęboka zmiana postaw bankierów i stosunku społeczeństwa do bankierów, która doprowadziła do przyjęcia przez Wielką Brytanię, po raz pierwszy w swojej historii, pisemnej konstytucji finansowej, czegoś, co wcześniej było dla niej całkowicie obce. Istniały cztery główne teorie bankowości, które świadomie lub nieświadomie kierowały działaniami bankierów w ciągu XX wieku. Pierwsza była teoria „neutralnej” lub „bankowości szatniowej”; po drugie teoria „zarządzania aktywami”; po trzecie teoria „zarządzania zobowiązaniami”; i wreszcie „teoria ważonej adekwatności kapitałowej”, która obecnie rządzi. Nie trzeba zakładać powszechnej akceptacji tych teorii, ponieważ nie wszyscy bankierzy myślą – ani nie działają – tak samo. Jednak historyczne dowody instynktu stadnego są tak przytłaczające (świadczą o tym modne wzrosty w udzielaniu pożyczek na nieruchomości i pożyczek dla krajów Trzeciego Świata w latach 70. oraz w udzielaniu kredytów hipotecznych w latach 80.), że akceptacja tezy, że większość banków myśli podobnie, wspiera pewną odmianę obecnie proponowanego zarysu teoretycznego. „Teorię neutralnej bankowości” najbardziej wpływowo przedstawił sir Walter Leaf (1852–1927), klasyczny uczyony, członek założyciel Instytutu Bankierów i przewodniczący Westminster Bank, na początku lat 20. XX wieku. Teoria głosiła, że bankierzy mogą pożyczać tylko tyle, ile społeczeństwo postanowiło zdeponować w swoich bankach w trakcie swojej codziennej działalności biznesowej. To społeczeństwo, a nie banki – z wyjątkiem Banku Anglii – powodowało wszelkie wahania w całkowitych depozytach bankowych. Banki nie mogły „tworzyć pieniędzy z powietrza”: były neutralne i po prostu zamieniały depozyty na gotówkę i odwrotnie, zgodnie z żądaniem klientów. Oczywiście było bardzo wygodnie, gdy związki zawodowe i socjaliści domagali się nacjonalizacji lub przynajmniej większej kontroli nad monopolistyczną „Wielką Piątką”, aby bankierzy umniejszali swoją władzę. Teoria wydawała się zgodna ze zdrowym rozsądkiem i ostrożnymi praktykami tysięcy menedżerów banków w całym kraju. Teorię tę jednak łatwo obalić: mikrorozsądek uczynił makrononsens. Depozyty bankowe już przewyższyły gotówkę w stosunku około dziesięć do jednego, a bankierzy byli wyraźnie czymś więcej niż tylko szatniarzami wymieniającymi pieniądze dla społeczeństwa. „Praktyczni bankierzy, tacy jak dr Leaf”, powiedział Keynes w swoim Traktacie o pieniądzu, „wyciągnęli wniosek, że banki nie mogą pożyczyć więcej, niż ich deponenti wcześniej im powierzyli. Ale ekonomiści nie mogą zaakceptować tego jako zdrowego rozsądku, za jaki się podaje”. W zamkniętym systemie bankowym pożyczka udzielona przez bankiera wkrótce pojawia się ponownie jako depozyt w tym lub innym banku. Każda pożyczka tworzy (z pewnymi wyjątkami, które są pomocnicze w stosunku do głównego argumentu) depozyt. Jak wyjaśnił Keynes: „Każdy prezes banku siedzący w swoim salonie może uważać się za bierny instrument sił zewnętrznych, nad którymi nie ma kontroli; jednak „siły zewnętrzne” mogą być niczym innym, jak tylko nim samym i jego współprezesami, a na pewno nie jego deponentami” (1930). Od lat 30. do około połowy lat 60. teoria „zarządzania aktywami” panowała niemal bez sprzeciwu, zgodnie z którą ograniczenie możliwości banków w zakresie tworzenia kredytu zależało od utrzymywania pewnego stosunku aktywów płynnych do całkowitych depozytów, przy czym stosunek ten został ustalony na podstawie praktycznego doświadczenia i potwierdzony autorytetem Banku Anglii. Za pomocą operacji na otwartym rynku Bank

Anglii mógł wpływać na wielkość sald bankowych, które clearerzy musieli przechowywać w Banku jako część swoich rezerw gotówkowych; a za pomocą stopy bankowej mógł również wpływać na stawki, jakie domy dyskontowe płaciły bankom za pieniądze na żądanie oraz na cenę, po której banki mogły sprzedawać lub kupować swoje inne główne aktywa płynne, tj. bony skarbowe i komercyjne. Konwencjonalne zwyczaje bankowe i kontrola banku centralnego były zatem ściśle ze sobą powiązane. Jak widzieliśmy, banki w tym okresie nie konkurowały o depozyty (poza bardzo pośrednimi działaniami); częścią ich przytulnego porozumienia kartelowego było powstrzymanie się od płacenia odsetek od depozytów na rachunkach bieżących i stosowanie jedynie niskich, uzgodnionych stawek w przypadku rachunków depozytowych (lub „depozytów terminowych”). Zarządzanie zobowiązaniami depozytowymi było zatem pasywne, a cały nacisk kładziono na to, jak najlepiej zarządzać aktywami, aby osiągnąć akceptowalny poziom zysku – amortyzowany przez kartel i częściowo ukryty przed opinią publiczną przez przywileje księgowo – w dłuższej perspektywie. Ta długa perspektywa zakończyła się wraz z rozwojem banków wtórnych i zagranicznych w latach 60., kiedy to odpowiednio stara teoria została wyparta przez modę na „zarządzanie zobowiązaniami”. Praktyka i teoria zarządzania zobowiązaniami zostały po raz pierwszy opracowane w USA wraz z ekspansją rynku „funduszy federalnych” w latach 50. Do Wielkiej Brytanii dotarła wraz z inwazją amerykańskich banków w latach 60. i dlatego była współczesna ze wzrostem eurodolara i rynków równoległych. Nadszedł właśnie czas na chętną akceptację i dalszy rozwój tej transatlantyckiej innowacji. Ponieważ banki i quasi-banki mogły teraz pożyczać tyle, ile chciały, kiedy tylko chciały, z rynków równoległych, nastąpiło szereg mikro- i makroekonomicznych konsekwencji. Po pierwsze, mogli ominąć dyscyplinę związaną z pożyczaniem od banku centralnego, czy to bezpośrednio, jak w USA, czy pośrednio, jak w Wielkiej Brytanii za pośrednictwem domów dyskontowych. Po drugie, nie musieli już trzymać prawie tyle, co wcześniej, w niskodochodowych aktywach płynnych, ponieważ można je było kupić za pożyczone fundusze, gdy tylko było to potrzebne. Po trzecie, mogli zatem przejść i przeszli na posiadanie znacznie większej części bardziej dochodowych „aktywów zarabiających”, takich jak pożyczki i zaliczki. Po czwarte, ponieważ można było również kupić szereg depozytów długoterminowych, banki mogły udzielać większej części pożyczek długoterminowych (lub, co najwyraźniej sprowadzało się do tego samego, mogły chętniej „przenosić” pożyczki krótkoterminowe i średnioterminowe). Te z kolei były zazwyczaj bardziej opłacalne dla banków niż ograniczanie się do pożyczek krótkoterminowych i znacznie bardziej opłacalne niż tradycyjny debet. Po piąte, banki nie musiały już czekać, aby zobaczyć, czy mają wystarczające środki, zanim zgodziły się na udzielenie pożyczki (lub przynajmniej musiały być znacznie mniej niezdecydowane), ponieważ czuły pewność, popartą rosnącym doświadczeniem w „dopasowywaniu” lub „łączeniu” pożyczek z depozytami, że zawsze mogą uzyskać rodzaj potrzebnych środków, w odpowiednich okresach i walutach. City stało się szczęśliwym terenem łowieckim dla innowacyjnych schematów zarządzania zobowiązaniami. Wszystkie te wydarzenia współdziałały, aby podtrzymać obietnicę, przy założeniu umiejętnego zarządzania zobowiązaniami, osiągnięcia trwale bardziej dochodowej i dynamicznej bankowości niż ta, która była typowa dla starego systemu zarządzania aktywami. Droga do kryzysu została wybrukowana złotymi intencjami. Dopiero w wyniku tego kryzysu popularność teorii zarządzania zobowiązaniami została zastąpiona bardziej ostrożnym podejściem „ważonej adekwatności kapitału”. Przed zbadaniem tej najnowszej teorii musimy zatem najpierw przyjrzeć się, w jaki sposób szok, jaki został zadany brytyjskiemu systemowi bankowemu w tym okresie, doprowadził do ponownego zbadania podstawowych zasad. Nieoceniony opis kryzysu przedstawia Margaret Reid (1982). Najwcześniejszy bezpośredni sygnał zbliżającej się katastrofy pojawił się wiosną 1973 r., kiedy Departament Bankowy Scottish Cooperative Wholesale Society, który znacznie rozszerzył swoje operacje w zakresie certyfikatów depozytowych, musiał zostać uratowany przez szkockich i londyńskich clearerów pod kierownictwem Banku Anglii – zwiastun nadchodzących wydarzeń. W grudniu 1973 r., gdy opinia publiczna dowiedziała się o poważnych trudnościach, z jakimi boryka się London and County Securities Group, a w szczególności Cedar Holdings, stało się oczywiste,

że poważny kryzys, gorszy niż jakikolwiek w Wielkiej Brytanii od 1890 r., zagrażał całemu systemowi bankowemu załamaniem. Aby stawić czoła niebezpieczeństwu, komitet ratunkowy pod przewodnictwem sir Jaspera Holloma z Banku Anglii, z George'em Blundenem jako jego zastępcą i ze starszymi przedstawicielami wszystkich głównych clearerów, przystąpił do energicznych działań od 29 grudnia 1973 r.: zwodowano słynną „łodź ratunkową”. Jak później wyjaśnił sir George Blunden w przemówieniu w Cardiff Business Club 25 października 1976 r. Chociaż te banki wtórne nie były wcześniej nadzorowane przez Bank of England, to właśnie do Banku zwrócił się Londyn i hrabstwo, gdy stanął w obliczu kryzysu. I dla Banku było oczywiste, że musi zgromadzić środki obrony przed tym, co w przeciwnym razie mogłoby stać się falą przyływu, która przetoczyłaby się przez system finansowy i prawdopodobnie go przytłoczyła. Około trzydziestu banków drugorzędnych było wspieranych bezpośrednio przez „łodź ratunkową”, a co najmniej trzydzieści innych takich banków otrzymało inne formy pomocy. „Bez tych operacji wspierających praktycznie wszystkie z nich upadłyby... i niewątpliwie wiele banków pierwotnych zostałoby porwanych przez wir. Tak się stało, chroniąc banki drugorzędne, Bank Anglii i banki rozliczeniowe zapewniły, że żaden z wewnętrznych kręgów banków pierwotnych nie musiał być wspierany” (Blunden 1976). Mimo to, w szczytowym momencie paniki, fałszywe pogłoski, że National Westminster potrzebuje takiego wsparcia, musiały zostać zaprzeczone zarówno przez jego przewodniczącego, jak i gubernatora Banku. Operacja „łodzi ratunkowej” była dla Banku niezwykłym triumfem. Ani jeden zwykły deponent nie stracił ani grosza, podczas gdy większość podejrzanych banków została pomyślnie zrestrukturyzowana lub wchłonięta przez silniejsze banki. Ale faktem pozostało, że powszechnej katastrofy udało się uniknąć bardzo nieznacznie. Uświadomiło to wszystkim pilną potrzebę kompleksowych i drastycznych reform w sposobie prowadzenia działalności bankowej i sposobie jej nadzoru (lub nie). Postawy bankierów odrzuciły agresywne zarządzanie zobowiązaniami na rzecz bezpieczniejszej bankowości. Było jasne, że każdy bank powinien upewnić się, że jego baza kapitałowa jest wystarczająco silna nie tylko w odniesieniu do całkowitej kwoty działalności, jaką przyjął w swoich księgach, ale także, że jego wolna baza kapitałowa powinna być używana jako miara do zapewnienia ścisłego limitu szczególnych ryzyk związanych z konkretnymi rodzajami działalności, np. ekspozycja na waluty obce w erze zmiennych stóp procentowych lub udzielanie pożyczek firmom zajmującym się rozwojem nieruchomości – dwie główne przyczyny upadku w połowie lat 70. Osiągnięto ogólne porozumienie między Bankiem a Miastem po latach dyskusji, które zakończyły się, jak zobaczymy w ustawodawstwie, głównie, ale nie tylko, w ustawach bankowych z 1979 i 1987 r., w sprawie funkcjonowania nowego systemu, który był najpierw rozwijany krok po kroku na zasadzie dobrowolności. Wśród ważnych szczegółowych postanowień znalazło się to, że żaden bank nie powinien udzielać pojedynczej (lub łączonej dla powiązanych spółek) pożyczki w wysokości 25 procent lub więcej swojej wolnej bazy kapitałowej bez uprzedniego uzyskania zgody Banku Anglii, podczas gdy wszystkie pożyczki od 10 procent do 25 procent kapitału banku musiały być regularnie i terminowo ujawniane Bankowi. Innymi słowy, wszystkie banki musiały przyjąć teorię „ważonej adekwatności kapitału”, w której zobowiązania o większym ryzyku wymagały proporcjonalnie większego zabezpieczenia kapitałowego, jako nieuniknionego przewodnika po swoich operacjach. Chociaż prestiż Banku w całym świecie bankowym znacznie wzrósł dzięki sposobowi, w jaki skutecznie „uratował City” w połowie lat 70-tych, było oczywiste, że w swoim zadaniu pomocy w budowaniu i utrzymywaniu solidnego systemu bankowego, teraz, gdy system ten był znacznie bardziej rozbudowany niż kiedykolwiek wcześniej, będzie wymagał bardzo znacznego wzmocnienia swojego tradycyjnego autorytetu. Wymagano czegoś zupełnie nowego w historii brytyjskiej bankowości: spisanej konstytucji finansowej.

### **Nadzór nad systemem finansowym**

Podstawowa reforma w teorii i praktyce nadzoru finansowego w Wielkiej Brytanii po kryzysie bankowości wtórnej dotyczyła definicji „banku”. Przez prawie sto lat studenci bankowości zarówno

śmiali się, jak i podziwiali cykliczność i mglistą niedokładność przyjętej definicji w ustawie o wekslach z 1882 r., która mówiła, że „bankierzy” to po prostu osoby, „które prowadzą działalność bankową”. Jednak pobłażliwość prawa i jego niejasność pozostawiły drzwi szeroko otwarte w Wielkiej Brytanii dla nowych podmiotów i nowych eksperymentów. To przez te drzwi setki „banków” wtórnych, uzbrojonych w nowe narzędzia, agresywnie się rozwinęły w okresie poprzedzającym kryzys. Kiedy w 1966 r. pewien pan Kirkwood, zbankrutowany właściciel warsztatu samochodowego, zakwestionował status prawny United Dominions Trust, największego z banków wtórnych, ważny proces sądowy doprowadził sędziów, z minimalną większością głosów dwóch do jednego, do zgody, po pierwsze, że UDT można w praktyce słusznie uznać za bank, a po drugie, do zalecenia każdemu aspirującemu bankowi, aby w celu rozwiania wszelkich wątpliwości, wystąpił o certyfikat od Board of Trade, że „w dobrej wierze prowadzi działalność bankową”. To zalecenie, szybko utrwalone jako sekcja 123 Companies Act z 1967 r., stało się silnym czynnikiem w stymulacji bankowości wtórnej, ponieważ umożliwiło takim bankom pożyczanie (a zatem udzielanie pożyczek w sposób bardziej konkurencyjny) po korzystniejszych stawkach niż wcześniej. Za jednym zamachem nie tylko legalność, ale także siła konkurencyjna ogromnej nowej armii agresywnych bankierów zostały zwiększone, kładąc tym samym kres większości pozostałych monopolistycznych przywilejów tradycyjnych i dotychczas zadowolonych z siebie banków rozliczeniowych. Jednakże, chociaż Rada/Departament Handlu mogła przyznać licencję, nie miała ani uprawnień, ani możliwości nadzorowania. W kryzysie, jak widzieliśmy, Bank Anglii został pilnie pozostawiony do przejęcia takich obowiązków. Nałożenie tak szerokiego ciężaru na solidniejsze podstawy prawne było jednym z najpilniejszych powodów uchwalenia Ustawy o bankowości z 1979 r., która weszła w życie w pełnym zakresie formalnym od 1 kwietnia 1980 r., ale do której City stopniowo i nieformalnie podchodziło w praktyce w ciągu poprzednich pięciu lat – podczas których wszyscy główni uczestnicy współpracowali ze świadomością, że uprawnienia ustawodawcze z pewnością nadejdą. Celem Ustawy było „uregulowanie przyjmowania depozytów, nadanie funkcji Bankowi Anglii w odniesieniu do instytucji przyjmujących depozyty” oraz „ograniczenie używania nazw i opisów związanych z bankami i bankowością”. Ustawa z 1979 r., przy wsparciu wszystkich partii, wykorzystwała popularną sprawę ochrony konsumentów, aby wprowadzić pewien stopień porządku i kontroli nad wcześniej amorficznym systemem bankowym obejmującym około 600 instytucji. Ustanowił on dwupoziomowy układ, który oddzielał bankowe owce od przyjmujących depozyty kóz, przyznając Bankowi Anglii (nie Skarbowi Państwa ani Departamentowi Handlu i Przemysłu) uprawnienie do decydowania, według pewnych kryteriów, czy instytucję można uznać za „uznany bank”, a zatem czy wolno jej używać terminów „bank” i „bankowość” w swojej nazwie, materiałach piśmiennych i reklamach, czy też jest ona jedynie „licencjonowanym podmiotem przyjmującym depozyty” (LDT), a zatem nie może nazywać się ani reklamować jako „bank”. Minimalne kryteria uznania banku, określające zarówno składniki ilościowe, jak i jakościowe, obejmowały „cieszenie się przez znaczny okres czasu wysoką reputacją i pozycją w społeczności finansowej” oraz świadczenie „szerokiego zakresu usług bankowych” (w którym to przypadku wymagane było minimum 500 000 funtów aktywów netto) lub „wysoko wyspecjalizowanych usług bankowych” – narzędzie umożliwiające domom dyskontowym wejście do najwyższej półki, do której niewątpliwie należały – w którym to drugim przypadku wymagane było niższe minimum 250 000 funtów aktywów netto. Aktywa netto zdefiniowano jako „opłacony kapitał i rezerwy”. Minimalne kryteria akceptacji jako licencjonowanego przyjmującego depozyty obejmowały również „aktywa netto w wysokości minimum 250 000 funtów” plus jakościowe zastrzeżenie, że „każda osoba, która jest dyrektorem, kontrolerem lub menedżerem, jest odpowiednią i właściwą osobą do zajmowania tego stanowiska”. Druga część ustawy dotyczyła ustanowienia i regulacji Rady Ochrony Depozytów i Funduszu, administrowanego przez Bank Anglii, do którego wszystkie banki i LDT musiały wpłacać 0,3 proc. swoich całkowitych depozytów, od minimalnego wkładu 2500 GBP do maksymalnego 300 000 GBP. Ten Fundusz Ochrony gwarantowałby spłatę wszystkich indywidualnych depozytów –v ale znacząco tylko do 75 proc. całości, ponownie z

zastrzeżeniem pułapu 10 000 GBP. Pozostałość w wysokości 25 procent i pułap działały jako przestroga dla deponentów i banków – podkreślona przez powszechną porażkę „Thrifts” w USA. Jak się okazało, liczba uznanych banków i LDT była równomiernie zrównoważona, wynosząc 295 w 1983 r., a w szczytowym roku 1985 było 290 banków i 315 LDT, kiedy to z łącznej liczby 605 instytucji 250 stanowiły instytucje zagraniczne z oddziałami w Wielkiej Brytanii, 65 było spółkami zależnymi instytucji zagranicznych, a 24 były spółkami joint venture o mieszanym pochodzeniu. Być może najważniejszą cechą ustawy było przyznanie Bankowi Anglii po raz pierwszy w historii prawa uprawnienia do żądania informacji statystycznych i innych wymaganych przez Bank od każdej licencjonowanej instytucji, w tym „planów przyszłego rozwoju” (klauzula 16). Ustawa miała moc, ponieważ Bank mógł (i faktycznie) cofać licencje, gdy uznał to za konieczne. Doświadczenie z działaniem Ustawy w ciągu pierwszych pięciu lat wydawało się ogólnie zadowalające, ale pojawiło się kilka narzekań. Niewielkim problemem było poczucie dużych banków, że wnoszą największy wkład do funduszu mającego chronić deponentów przed mniejszymi i bardziej narażonymi na ryzyko bankami, które płaciły znacznie mniej. (Wydawało się, że już zapomnieli o jednej z głównych lekcji kryzysu z połowy lat 70., że upadek nawet najmniejszych banków drugorzędnych przyniósł ogólną dyskredytację i utratę zaufania w całym City – kary, przed którymi warto było się ubezpieczyć). Bardziej istotna była skarga rodzimych LDT, że zagraniczne LDT, a także banki, mogły używać terminów „bank” i „bankowość” w okolicznościach niedostępnych dla rodzimych instytucji. Doprowadziło to do szeregu walk w stylu „Dawida i Goliata”, na przykład między (komercyjnym) Bankiem Walii a Bankiem Anglii, przy czym mały protagonista zachował swój tytuł. Najpoważniejszym ze wszystkich był upadek uznanego banku, nie na peryferiach, ale w samym centrum City. Pod koniec lata 1984 r. Johnson Matthey Bankers Ltd, który miał bliskie powiązania z Bankiem Anglii, upadł i musiał zostać bezpośrednio uratowany przez Bank Anglii, ku wielkiemu zakłopotaniu i irytacji Kanclerza Skarbu. Ta porażka uświadomiła City potrzebę jeszcze silniejszych uprawnień nadzorczych, szczególnie w odniesieniu do sposobów, w jakie księgowi i audytorzy banków byli zaangażowani w proces nadzoru. W związku z tym Kanclerz Skarbu, Nigel Lawson, ogłosił w grudniu 1984 r. utworzenie kolejnej komisji pod przewodnictwem gubernatora Robina Leigh-Pemberton w celu rozważenia poprawek, które należało wprowadzić do Ustawy o bankowości. W rezultacie Ustawa o bankowości z 1987 r. zniósła dwupoziomowy podział uznanych banków i LDT, które odtąd były znane jako „upoważnione instytucje”; ustanowiła jednolity wymóg aktywów netto w wysokości 1 000 000 funtów; podniosło pułap indywidualnych depozytów chronionych z 10 000 do 20 000 funtów; dało podstawę prawną dla Rady Nadzoru Bankowego; dało Bankowi swobodę decydowania, czy upoważnione instytucje muszą powoływać komitety audytowe i mieć dyrektorów niewykonawczych (na co odpowiedź brzmiała „tak”, chyba że bank był bardzo mały); znacznie zaostriżyło wymogi dla banków dotyczące prowadzenia odpowiednich rejestrów i ściśle audytowanych systemów kontroli; i pozwoliło każdej upoważnionej instytucji, pod warunkiem posiadania minimalnego kapitału w wysokości 5 000 000 funtów, używać nazwy i opisu „bank”. Czterdzieści sześć instytucji natychmiast rzuciło się, aby skorzystać z tego ostatniego przepisu, co dowodzi, że bank pod jakąkolwiek inną nazwą nie jest tak wysoko notowany. Wzrost liczby pracowników zatrudnionych w Dywizji Nadzoru Banku Anglii, z 75 w 1983 r. do 200 w 1989 r. i do 270 w 1993 r., stanowi kolejny wskaźnik rosnącego znaczenia nadzoru; chociaż, aby zachować perspektywę, całkowita liczba pracowników Banku w tym okresie wynosiła około 5400 osób. W ciągu dwudziestu lat po 1971 r. Bank pozbył się wszelkich śladów swojego dawnego tradycyjnego wizerunku jako obojętnej, małomównej i powściągliwej Starszej Damy. Pracownicy Banku wylali strumień dokumentów konsultacyjnych i za pomocą tych i innych środków starannie przygotowali swoją politykę dopiero po najbardziej szczegółowych dyskusjach z zainteresowanymi instytucjami finansowymi i osobami, aby spróbować upewnić się, że kiedy jego propozycje zostaną ostatecznie skryształowane w prawo i praktykę, zostaną wypróbowane, przetestowane i wykonalne, a także że pomogą utrzymać niezbędny stopień dobrej woli współpracy między bankiem centralnym a społecznością finansową jako

całością, zarówno rodzimą, jak i zagraniczną. „W szczególności główną inicjatywą polityczną Banku było pozyskanie pomocy zawodu księgowego w procesie nadzoru bankowego” (Roczny raport, Bank of England, 1987, 29). Zgodnie z warunkami Ustawy o bankach każda upoważniona instytucja musi za pośrednictwem zatwierdzonego księgowego składać roczne sprawozdanie na temat systemów kontroli wewnętrznej i rejestrów, sporządzać regularne sprawozdania ostrożnościowe i poddawać się doraźnym raportom, gdy audytorzy uznają to za konieczne. Oprócz tych sprawozdań Bank jest na bieżąco informowany o sytuacji w każdej ze swoich 600 instytucji sprawozdawczych za pomocą bezpośrednich wywiadów i wizyt. W 1988 r. przeprowadzono ponad 3000 takich wywiadów, średnio sześć na bank, a także 126 wizyt zespołu ds. przeglądu, z których niektóre trwały ponad tydzień, w celu zapewnienia bardziej szczegółowej wiedzy na temat zarządzania, systemów kontroli i procedur danego banku. Nadzór stał się zatem kompleksowy i ciągły. Ponadto Bank brał udział w przygotowaniu, wśród wielu innych spraw, Consumer Credit Act z 1974 r., Financial Services Act z 1986 r. i Building Societies Act z tego samego roku, „Raportu na temat usług bankowych: prawo i praktyka” – Raportu Jacka z 1989 r. – oraz Białej Księgi rządu „Usługi bankowe; prawo i praktyka”, z której podobnie myślących rodziców miał wyłonić się dobrowolny Kodeks Praktyki Bankowej. Na arenie międzynarodowej Bank brał udział w dyskusjach z Systemem Rezerwy Federalnej USA i z Bankiem Rozrachunków Międzynarodowych na temat „konwergencji kapitału” oraz z innymi członkami Wspólnoty Europejskiej na temat europejskich dyrektyw dotyczących usług bankowych i kredytowych oraz Raportu Delorsa na temat „Unii Gospodarczej i Walutowej we Wspólnocie Europejskiej” (1989 r.), którego członkiem i sygnatariuszem był gubernator Leigh-Pemberton. Być może nie jest zaskakujące, że były doradca ekonomiczny Banku, profesor Charles Goodhart, narzekał na „przesadę”; i zaczynamy się zastanawiać, jak szybko doświadczenie pokaże, że prawo malejących przychodów ma zastosowanie nawet do zasad i regulacji bankowych. Chociaż podstawowe przyczyny brytyjskiego kryzysu bankowości wtórnej były w dużej mierze generowane wewnętrznie, towarzyszyły mu, a w pewnym stopniu pogłębiały, upadłości finansowe w USA i Europie kontynentalnej. Upadki dziesiątek małych banków amerykańskich spośród ówczesnych 15 000 nie są niczym niezwykłym. Jednak upadek większych banków, takich jak National Bank of San Diego w 1973 r., Franklin National w 1974 r. (a tym bardziej niemal upadek giganta Continental Illinois w 1982 r.) wzmocniły ogólne obawy międzynarodowej społeczności finansowej o silniejsze i szerzej zakrojone formy nadzoru bankowego. W 1974 roku oddział Lloyds Bank w Locarno poniósł poważne straty z powodu słabego nadzoru nad operacjami walutowymi, podobnie jak Westdeutsche Landesbank i Union Bank of Switzerland. Jednak to nagły upadek zachodnioniemieckiego Bankhaus I.D. Herstatt 26 czerwca 1974 r. spowodował kryzys międzynarodowy i doprowadził do tymczasowego paraliżu rynku eurodolara. Powszechnej porażki uniknięto dzięki szybkiej współpracy władz monetarnych, ponownie kierowanych przez gubernatora Richardsona, który szybko zorganizował międzynarodową wersję „łodzi ratunkowej”. Takie kryzysy dały bodziec do długiej serii współczesnych i częściowo powiązanych dyskusji, na szczeblu krajowym i międzynarodowym, na temat tego, jak najlepiej uniknąć takich trudności, zachowując jednocześnie pełną i równą konkurencję, przy czym odpowiednio ukarani uczestnicy byli o wiele bardziej podatni na realistyczny kompromis, niż miałyby to miejsce w innym przypadku. W lipcu 1988 r. gubernatorzy dziesięciu głównych banków centralnych zebrani w Bazylei zgodzili się wdrożyć szereg propozycji opartych na faktach (choć bez wspomnienia słowa „teoria”) na teorii adekwatności kapitałowej. Banki we wszystkich krajach członkowskich miały osiągnąć minimalną bazę kapitałową wynoszącą 8 procent aktywów. (W Wielkiej Brytanii rzeczywista baza była już ogólnie znacznie wyższa). 8-procentowa baza kapitałowa musiała składać się z co najmniej 4 procent kapitału wpłaconego lub jego ekwiwalentu dla kapitału „Tier 1”, plus 4 procent rezerw i ogólnych rezerw na straty dla „Tier 2”. Oprócz uzgodnionej definicji kapitału uzgodniono również wagi ryzyka przypisywane aktywom banku, począwszy od zerowego ryzyka dla gotówki, sztabek i niektórych pożyczek dla rządów OECD, poprzez 10-procentowy ciężar dla pożyczek na rynku dyskontowym oraz dla bonów skarbowych i innych kwalifikujących się

bonów, 50-procentowy ciężar ryzyka dla kredytów hipotecznych na cele mieszkaniowe, aż do 100-procentowego ciężaru ryzyka dla pożyczek na większość innych celów dla klientów indywidualnych i korporacyjnych. (Bank Anglii: „Wdrażanie Porozumienia Bazylejskiego o Konwergencji”, październik 1988 r.) Wszelkie samozadowolenie dotyczące adekwatności tych środków zostało zdmuchnięte, gdy Bank Anglii został zmuszony do zamknięcia brytyjskich oddziałów Bank of Credit and Commerce International 1 lipca 1991 r., ujawniając w ten sposób największe oszustwo bankowe na świecie i ostatecznie doprowadzając do bardzo potrzebnego wzmocnienia współpracy nadzorczej między krajowymi i przyjmującymi organami monetarnymi (patrz „Inquiry Into the Supervision of BCCI” Sir Thomasa Bingham z 22 października 1992 r.). Globalne pieniądze i globalna podatność na zagrożenia doprowadziły zatem do znacznego porozumienia międzynarodowego zarówno w sprawie ram, jak i większości metod nadzoru bankowego. Wraz z reżimem nadzoru mającym na celu utrzymanie banków w ryzach, powstał cały szereg zasad i regulacji na mocy ustawy o usługach finansowych z 1986 r., administrowanej głównie przez organizacje samoregulujące, ale wspieranej przez sankcje ustawowe, obejmujące inwestycje, ubezpieczenia i giełdy papierów wartościowych. Podobnie ustawa Building Society Act z 1986 r. próbowała dać towarzystwom większą swobodę przeprowadzania znacznie szerszego zakresu transakcji finansowych niż kiedykolwiek wcześniej, a także zaostrzyć kontrolę kapitału i innych pod czujnym okiem Building Societies Commission. Ponieważ kredyty bankowe, papiery wartościowe i pożyczki z towarzystw budowlanych konkurują ze sobą w coraz większej części swojego zakresu, stało się nieuniknione, że wahadło wolności, po którym następuje kontrola, powinno ostatecznie obowiązywać mniej więcej w tym samym czasie w całym spektrum finansowym. Pierwszym z towarzystw budowlanych, które skorzystało z przepisów nowej ustawy umożliwiających im jednoczesną zmianę w spółkę akcyjną (z organizacji wzajemnej) i stanie się w pełni autoryzowanym bankiem, było Abbey National, drugie co do wielkości towarzystwo w 1989 r. Pod względem prawnym bariera między bankiem a towarzystwem budowlanym stała się w połowie lat 80. XX wieku cienka jak papier i łatwa do przekroczenia przez większe towarzystwa. Do połowy 2001 r. Halifax, największe stowarzyszenie, plus dziewięć innych dużych, stało się spółkami akcyjnymi, a 287 wzajemnych towarzystw z 1980 r. zmniejszyło się do 67,3. Ekonomicznie rzecz biorąc, linia podziału przez wiele lat nie istniała, co było najwyraźniej widoczne podczas długotrwałych prób zdefiniowania podaży pieniądza, a zwłaszcza coraz ważniejszego pojęcia „szerokiego pieniądza”. Były to niezbędne kroki w niekończącej się walce o kontrolę tego, co uważano za rzeczywistą podaż pieniądza jako kluczowy czynnik w kontrolowaniu gospodarki. Nadzór ostrożnościowy, wyzwalany, jak widzieliśmy, przez obawy o bezpieczeństwo depozytów bankowych klientów, stał się zatem nierozzerwalnie spleciony z fundamentalną walką makroekonomiczną ostatniej ćwierci XX wieku, a mianowicie, jak kontrolować gospodarkę poprzez kontrolowanie (jeśli to możliwe) podaży pieniądza. Tak więc głównym wskaźnikiem sukcesu gospodarczego rządu, lub jego braku, była stopa inflacji. Jak powiedział Nigel Lawson, kanclerz skarbu w latach 1983–1989, inflacja miała być zarówno sędzią, jak i ławą przysięgłych wysiłków rządu. Jak na ironię, Lawson, który (wraz z sir Geoffreyem Howe) był głównym architektem „średnioterminowej strategii finansowej” rządu Thatcher, sam stał się pierwszą poważną ofiarą boleśnie powolnego postępu rządu w powstrzymaniu inflacji.

### **Thatcher i średnioterminowa strategia finansowa**

Termin „monetarizm” został ukuty przez profesora Karla Brunnera (1916–89) jako wygodna etykieta dla kontrrewolucji przeciwko ekonomii keynesowskiej, która dominowała w teorii i polityce w wielu krajach, ale szczególnie w Wielkiej Brytanii, przez większość trzech lub czterech dekad po 1936 roku. Ta kontrrewolucja została wywołana przez słynne Restatement of the Quantity Theory Milтона Friedmana już w 1956 roku i dzięki Brunnerowi poczyniła szybsze postępy w Szwajcarii i Niemczech Zachodnich, krajach o wyraźnie niskiej inflacji, niż w USA lub Wielkiej Brytanii, gdzie politycy Partii Demokratycznej i Pracy byli znacznie bardziej niechętni do odchodzenia od tego, co stało się



ortodoksyjną i zakorzenioną opinią keynesowską. Dlatego też niezwykle istotne jest, że sygnał odrzucenia polityki keynesowskiej został złożony przez brytyjskiego premiera socjalistycznego, Jamesa Callaghana, w 1976 r., gdy inflacja przekroczyła 25 procent i gdy haniebnie trzeba było zwrócić się do MFW o wsparcie funta szterlinga. W odważnym, jednoznacznym przemówieniu (napisanym po konsultacji ze swoim wybitnym zięciem ekonomistą, Peterem Jayem) wygłoszonym na konferencji Partii Pracy w Blackpool 28 września 1976 r., w szczytowym momencie kryzysu finansowego, Lord Callaghan dramatycznie zakwestionował wygodny, konwencjonalny punkt widzenia keynesowski:

Kiedyś myśleliśmy, że można wyjść z recesji i zwiększyć zatrudnienie, obniżając podatki i zwiększając wydatki rządowe. Mówię wam szczerze, że ta opcja już nie istnieje, a o ile kiedykolwiek istniała, działała tylko za każdym razem od czasu wojny, wstrzykując większą dawkę inflacji do gospodarki, po której następował wyższy poziom bezrobocia. Wyższa inflacja, po której następował wyższy poziom bezrobocia. Właśnie uciekliśmy od najwyższej stopy inflacji, jaką znał ten kraj; nie uciekliśmy jeszcze od jej konsekwencji: wyższego bezrobocia. Taka jest historia ostatnich dwudziestu lat. (Callaghan 1987).

Gubernator Banku Anglii potwierdził dziesięć lat później, że przejście Wielkiej Brytanii na monetaryzm nastąpiło pod rządami socjalistycznej administracji w 1976 r.: „Podstawy naszej obecnej polityki pieniężnej zostały w rzeczywistości położone w 1976 r.” (BEQB grudzień 1986). Ponadto, chociaż statystyki dotyczące wąskiego, średniego i szerokiego pieniądza zostały opublikowane przez Bank od września 1970 r., to dopiero w 1976 r. po raz pierwszy publicznie ogłoszono wyraźny cel wzrostu podaży pieniądza. Aparat nowej polityki pieniężnej był już gotowy – ale wymagało to żelaznej woli Margaret Thatcher, aby wprowadzić pełną politykę monetarystyczną, gdy została premierem w maju 1979 r., w tym zniesienie kontroli walutowej. W swoim pierwszym budżecie z 1980 r. nowa konserwatywna administracja ogłosiła swoją średniookresową strategię finansową (MTFS), określając szeroką politykę fiskalną i pieniężną na kolejne cztery lata, ze znacznie większym i wyraźniejszym naciskiem na średniookres, niż było to zwykle. Miał nastąpić ukierunkowany, stopniowy spadek wzrostu pieniądza z deklarowanym ostatecznym celem stabilnych cen. Polityka fiskalna miała wspierać politykę pieniężną, która miała jednoznacznie zająć pierwsze miejsce. Polityka thatcherowska nagle dogoniła tę gałąź monetaryzmu, która przyjęła to, co jest znane jako „hipoteza racjonalnych oczekiwań” (REH), która słusznie, ale nadmiernie optymistycznie kładzie duży nacisk na rolę oczekiwań społeczeństwa w procesie inflacyjnym. „Nowe wyzwanie dla polityk keynesowskich... nie tylko argumentowało, że teoria keynesowska nie może poradzić sobie z inflacją, ale także, że polityki keynesowskie są same w sobie przyczyną inflacji; tylko odrzucając polityki keynesowskie będziemy w stanie kontrolować inflację. To wpływowe wyzwanie jest stawiane w imię „racjonalnych oczekiwań”” (Colander 1979). (Nawiasem mówiąc, kiedy profesor Colander to napisał, był profesorem wizytującym w Nuffield College w Oksfordzie, od dawna uważanym za ostatni bastion niepoprawnego keynesizmu.) Tylko jeśli rząd utrzyma swój deklarowany kurs, bez względu na wszystko, jego wiarygodność będzie zapewniona, a tym samym oczekiwania społeczeństwa co do przyszłej inflacji zostaną złagodzone – warunek wstępny faktycznego zmniejszenia inflacji. Nie było więc miejsca na keynesowskie zarządzanie popytem poprzez elastyczną politykę fiskalną, nawet przy rosnącym bezrobociu, ani na „dostrajanie” monetarne. Zamiast tego podjęto próbę ustalenia ścieżki wzdłuż bardziej sztywnego harmonogramu antyinflacyjnego z corocznymi redukcjami Public Sector Borrowing Requirement (PSBR) (który wcześniej rozrósł się do takiego stopnia, że generował nadwyżkę płynności i wypierał inwestycje sektora prywatnego) w połączeniu z wcześniej ogłoszonymi zakresami docelowymi dla tego, co od czasu do czasu uważano za najbardziej odpowiednią formę podaży pieniądza. W ten sposób ogłoszono cel 7 do 11 procent dla „Sterling M3”, obecnie preferowanej definicji, obejmujący okres od lutego 1980 r. do kwietnia 1981 r. Rzeczywista stopa wzrostu okazała się wynosić 18,5 procent: takie przekroczenie stało się powszechne w latach 80. Niemniej jednak, z powodu bezwzględnej siły innych

środków antyinflacyjnych, stopa inflacji spadała do końca lat 80., kiedy to z szeregu konkretnych powodów ponownie wzrosła. Antymonetarysty mogli twierdzić, że ich wielokrotnie wyrażany pogląd, że nie ma ścisłej korelacji między podażą pieniądza a stopą inflacji, został w ten sposób udowodniony; przeciwnie, monetarysty mogli – do 1987 r. – twierdzić, że pomimo niefortunnego poślizgu hamulca podaży pieniądza, ich ogólna polityka ograniczania inflacji działała. W każdym razie istniały wysokie koszty do zapłacenia w postaci minimalnej stopy pożyczkowej podniesionej do 17 procent w 1979 r. i potrojenia bezrobocia z około jednego miliona do trzech milionów w ciągu trzech lat od 1980 do 1983 r., czemu towarzyszyło zdziesiątkowanie przemysłu wytwórczego, co spowodowało, że baza przemysłowa stała się tak mała, że nie była w stanie zaspokoić popytu krajowego lub eksportowego w kolejnych okresach ożywienia gospodarczego, zwiększając w ten sposób wysoką marginalną skłonność Wielkiej Brytanii do importu i jej chroniczne deficyty bilansu płatniczego. Po dziesięciu latach, gdy tempo wzrostu Wielkiej Brytanii w końcu przewyższyło średnio tempo jej głównych konkurentów, a bezrobocie ponownie wzrosło po zmniejszeniu do około jednego miliona, w połączeniu z inflacją przekraczającą 10 procent, ogólny werdykt na temat eksperymentu thatcherowskiego jest mieszany. Okazał się on bardzo udany pod pewnymi względami, np. w dalszym rozwoju City of London i szerzej, w stymulowaniu bardziej rozsądnego zarządzania, silniejszych bodźców osobistych, mniej bojowego związkowca i wyższego wskaźnika produktywności w przemyśle, mimo że średni poziom produktywności, umiejętności w zakresie szkoleń zawodowych i wielkość bazy produkcyjnej pozostają zdecydowanie zbyt niskie. Co dziwne, w sektorze, który powinien być decydujący dla monetarystów, stopa inflacji, sukces połowy lat 80., pomimo tak wysokich kosztów, wydawał się krótkotrwały. Jak wspomniano powyżej, średnia stopa inflacji w długim okresie keynesizmu od 1934 do 1976 r. (z bolesnym wyjątkiem połowy lat 70., kiedy Wielka Brytania wydawała się być w niebezpieczeństwie stania się niemożliwą do rządzenia republiką bananową) była znacznie niższa niż średnia inflacyjna jawnie i agresywnie monetarnej dekady lat 80. Jak przyznał gubernator w raporcie Banku Anglii za 1990 r.: „Żaden bankier centralny nie mógłby uznać za udany roku, w którym wartość pieniądza spadła o 8 procent w odniesieniu do tego, co można kupić w kraju, i o 10 procent w odniesieniu do walut zagranicznych”. Ponieważ podaż pieniądza jest wskaźnikiem wyprzedzającym (ceny podążają za nimi ze zmiennym opóźnieniem, ale zwykle około osiemnaście miesięcy później), podczas gdy bezrobocie jest zwykle wskaźnikiem opóźnionym (pracodawcy niechętnie zwalniają pracowników, których już wyszkolili, i ponoszą koszty zwolnień), w roku 1990 ceny i bezrobocie wzrosły jednocześnie, co groziło powrotem do koszmaru stagflacji z lat 70. Deflacyjna wysoka stopa procentowa przyczyniała się widocznie do wzrostu bezrobocia, ale bez widocznego wpływu na inflację nawet po roku stopy bazowej na poziomie 15 procent. Do 8 października 1990 r., kiedy stopa bazowa została obniżona do 14 procent, zarówno bezrobocie, jak i inflacja nadal rosły i były znacznie wyższe niż wtedy, gdy Margaret Thatcher została premierem w 1979 r. Oczywiście jest, że monetarysty, istota thatcherizmu, nie był prostym, niezawodnym lekarstwem, o którym z przekonaniem trąbili jego bardziej nieumiarkowani obrońcy. Nie można zbyt dobitnie stwierdzić, że konsekwentnie stanowcza, a zatem wiarygodna kontrola monetarna jest koniecznym, ale nie (szczególnie w Wielkiej Brytanii) wystarczającym lekarstwem na inflację, która ma głównie, ale z pewnością nie wyłącznie, przyczyny monetarne. Wśród przyczyn niepowodzenia, na które niezatarcie wskazywał wzrost inflacji do dwucyfrowej wartości, po spadku do 3 procent, znalazły się po pierwsze (początkowo zrozumiwała) reakcja rządu na krach na giełdzie w październiku 1987 r.; po drugie, zgubna rola zniekształconego rynku nieruchomości; po trzecie, błędne trwanie rządu w luźnej polityce podatkowej; po czwarte, myląca mnogość celów i wskaźników pieniężnych władz monetarnych; i po piąte, niejednoznaczność rządu w decydowaniu, czy to podaż pieniądza, niezależnie od jej pomiaru, czy kurs wymiany powinien być głównym wyznacznikiem polityki. Podobnie jak monopol London Clearing Banks został nadwątlony przez rewolucyjne zmiany lat 70., tak samo ostatecznie monopol London Stock Exchange. W 1984 r., aby zapobiec ustawodawstwu, które miało być co najmniej tak restrykcyjne jak to Securities Exchange Commission of the USA,

osiągnięto porozumienie między giełdą a Departamentem Handlu i Przemysłu, które obejmowało zniesienie stałych prowizji i zastąpienie tradycyjnego systemu pojedynczej pojemności oddzielnych pośredników i brokerów połączonym systemem podwójnej pojemności, który byłby otwarty dla nowych konkurentów. Zmiany te wprowadzono, aby zbiegły się z nowym systemem zautomatyzowanych operacji. Ponieważ te i inne ulepszenia miały rozpocząć się jednocześnie 27 października 1986 r. (zamiast być wprowadzane stopniowo), zmiana ta została nazwana „Big Bang”. Stworzenie tego nowego, odważnego, konkurencyjnego świata było wspomagane i dodatkowo stymulowane przez rozkwitający rynek byka. Średni dzienny obrót akcjami brytyjskimi wzrósł z 643 milionów funtów w pierwszych dziewięciu miesiącach 1986 r. do 1156 milionów funtów w odpowiednim okresie 1987 r., co stanowi wzrost o 80 procent – a jeśli uwzględni się transakcje wewnątrzrynkowe, obrót wzrósł o prawie 250 procent (BEQB listopad 1987 r.). Liczba dealerów (lub „animatorów rynku akcji”, jak ich nazywano) wzrosła do trzydziestu czterech w tym samym okresie w porównaniu z zaledwie trzynastoma pośrednikami przed Wielkim Wybuchem. Mania fuzji przedsiębiorstw i rozwój „sekurytyzacji” (tj. procesu, w którym korporacyjni pożyczkobiorcy, zamiast zaciągać pożyczki w swoich bankach, emitowali papiery wartościowe nadające się do sprzedaży) dodatkowo zwiększyły wolumen obrotu na światowych giełdach papierów wartościowych. Ten system osiągnął swoją skrajną formę w „obligacjach śmieciowych” Wall Street (tj. emisji obligacji o wysokiej rentowności, ale z wysokim ryzykiem, klasyfikowanych jako „spekulatywne” przez agencje kredytowe, takie jak Moody i Standard-and-Poor). Gorączka spekulacyjna została dodatkowo pobudzona przez rozwój „indeksowanych” i innych form „zaprogramowanego handlu”, w którym skomputeryzowane transakcje w całym zakresie papierów wartościowych były automatycznie uruchamiane na ustalonych wcześniej poziomach cen. Nagle, zaledwie rok po Wielkim Wybuchu, nadszedł Wielki Krach, kiedy cała ta szalona bycza aktywność odwróciła się. Przestraszyło to władze monetarne na całym świecie i skłoniło je do przyjęcia, jak się okazało, szczególnie w przypadku Wielkiej Brytanii, nadmiernie rozluźnionej i ekspansywnej polityki pieniężnej, tym samym rozpalając na nowo wcześniej gasnące pożary inflacyjne. Kryzys rozpoczął się na Wall Street 6 października 1987 r., wywołany obawami, że ceny akcji są zbyt wysokie, aby je utrzymać, oraz pogłoskami, że istniejące międzynarodowe porozumienie w sprawie wspierania kursów walutowych w ogóle, a dolara w szczególności (porozumienie z Lwru) jest w nieuchronnym niebezpieczeństwie załamania, przy czym ten ostatni ostry strach został zbudowany na chronicznym niepokoju wywołanym przez ogromne rozmiary amerykańskiego „podwójnego deficytu”, tj. deficytu budżetowego i deficytu bilansu płatniczego. Spadek na Wall Street osiągnął rekordowe poziomy w piątek 16 października. Tak się złożyło, że dodając nieszczęście do ogólnego przeczcucia, niszczycielski huragan tego samego wieczoru złowrogo przetoczył się przez południową Anglię, w tym w całej swojej sile Londyn i pas maklerski. Dlatego rekordowy spadek w Nowym Jorku nie znalazł odzwierciedlenia w Londynie aż do „Czarnego poniedziałku”, 19 października, kiedy to, co z pewnością będzie rekordowymi roszczeniami ubezpieczeniowymi, dodało swoją wagę do kryzysu. Pomijając huragany, nowo zautomatyzowane rynki światowe zareagowały szybciej niż kiedykolwiek wcześniej: i tak samo, żeby być uczciwym, zareagowały działania naprawcze światowych liderów monetarnych. Alan Greenspan, szef Systemu Rezerwy Federalnej, obiecał natychmiastową pomoc amerykańskiemu systemowi finansowemu; gubernatorzy banków centralnych „G7”, głównych gospodarek świata (z wyłączeniem ZSRR), wspólnie wydali podobne oświadczenie dotyczące potrzeby odpowiedniej płynności i wsparcia dla kursów walutowych; a Bank Anglii obniżył stopy bazowe z 10 procent o 1/2 procent 23 października i ponownie 4 listopada, przy czym trend spadkowy trwał nadal, spadając do 7 1/2 procent w maju 1988 roku. W tamtym czasie posunięcia te zostały powszechnie i entuzjastycznie przyjęte przez polityków, bankierów, przemysłowców i naukowców, niezależnie od tego, czy byli keynesistami, czy monetarystami. Wśród powodów tej niezwyklej jednomyślności ekonomicznej znalazł się przede wszystkim fakt, że spadki na giełdach były zdecydowanie najgorsze od 1929 r., co wywołało

powszechną obawę, że spadki te, jeśli nie zostaną szybko i zdecydowanie powstrzymane, doprowadzą, podobnie jak w latach 1929–1934, do ogólnoswiatowego kryzysu o niszczycielskich rozmiarach. Chociaż nie trzeba atramentu, aby zrozumieć, dlaczego keynesiści zareagowaliby natychmiast, witając niemal każde działanie, które mogłoby zapobiec takiej katastrofie, nie martwiąc się zbyt o przeciwnie niebezpieczeństwo podsycaenia wciąż istniejącej inflacji, fakt, że monetaryści również, pomimo bardziej wrażliwych obaw dotyczących inflacji, podobnie witali takie działania, wymaga pewnego wyjaśnienia. Odpowiedzi należy szukać u nie mniejszego autorytetu niż sam Milton Friedman, który wraz ze współautorką Anną Schwartz w 1963 r. przeprowadził miażdżący atak, obwiniając „nieudolną” Rezerwę Federalną o przekształcenie kryzysu giełdowego z 1929 r. w najgorszy kryzys współczesnego świata. W pełni uzasadnili swoją krytykę w typowo solidnej i szczerzej formie, której nikt, kto twierdzi, że ma skłonności monetarne, nie mógłby sobie pozwolić zignorować. Ponieważ Fed był tak nieudolny, „system monetarny załamał się, ale wyraźnie nie musiał” (1963). Ponadto wielka kontrakcja [w podaży pieniądza] zniszczyła długo utrzymywane przekonanie, że polityka pieniężna jest ważna... a opinia publiczna przesunęła się niemal w przeciwną skrajność, że „pieniądze nie mają znaczenia”. Jednakże niepowodzenie FRS w zapobiegnięciu załamaniu nie odzwierciedlało niemocy polityki pieniężnej... ale jest w rzeczywistości tragicznym świadectwem znaczenia sił monetarnych. W obliczu Wielkiego Krachu z 1987 r. wszyscy monetaryści, od najbardziej zagorzałych fanatyków po najbardziej nieśmiały (jeśli w ogóle tacy byli), zjednoczyli się w swojej determinacji, by wykorzystać tę okazję i pokazać światu prawdę ewangelii swojego przywódcy. Pieniądze mogą uratować świat przed kryzysem. Przez zbyt długi czas thatcherowski monetaryzm wydawał się, przynajmniej w odniesieniu do podaży pieniądza, być negatywną doktryną, głoszącą ograniczenia monetarne bez względu na ból (i pomimo krzyku serca 364 ekonomistów, nie wszyscy z nich byli keynesistami, którzy w liście do The Times po brutalnym budżecie sir Geoffreya Howe'a z marca 1981 r. słusznie obawiali się zdziśiatkowania brytyjskiego przemysłu wytwórczego). W przeciwieństwie do ponurej atmosfery 364, monetaryści tacy jak profesor Minford z niesamowitym optymizmem przewidywali, że każda utrata produkcji będzie „tymczasowa” i „o skromnym znaczeniu”, a bezrobocie wykaże jedynie krótkotrwały wzrost o około 300 000 – „błądny czterokrotnie” (Gilmour, 1983). Teraz, w 1987 r., monetaryści mogli wykazać w sposób bezpośrednio życzliwy i pozytywny, że najpotężniejszą bronią w arsenale ekonomicznym każdego rządu była dźwignia pieniężna. Monetaryści tacy jak kanclerz Lawson byli zdecydowani nie powtarzać błędów z lat 30. i przymykali oczy, gdy podaż pieniądza wzrosła znacznie powyżej docelowych limitów, co później nieuchronnie doprowadziło do silnego wzrostu inflacji, która jesienią 1990 r. osiągnęła 11 procent – w tym czasie został już powołany nowy kanclerz, John Major. Nadal pozostaje do wyjaśnienia, dlaczego inflacja w Wielkiej Brytanii wzrosła silniej, a następnie spadła znacznie później niż u jej głównych konkurentów. Silne czynniki przyczyniające się do tego wynikają z wbudowanych zniekształceń rynkowych w brytyjskiej gospodarce, takich jak nacisk kosztowy corocznych podwyżek płac (już zauważony), a w szczególności zniekształceń na rynku finansowania mieszkaniowego. Wbrew oczekiwaniom i tylko częściowo dzięki szybkim działaniom leczniczym światowych władz monetarnych, Wielki Krach nie doprowadził natychmiast do ogólnego, poważnego załamania: główne gospodarki świata były znacznie silniejsze niż w latach 30. XX wieku. W Wielkiej Brytanii jednym ze szczególnych skutków załamania kapitału własnego było przekierowanie oszczędności osobistych z funduszy powierniczych, akcji i udziałów oraz prywatyzowanych projektów, takich jak źle wybrana emisja BP, w coraz większym stopniu na już i tak dynamiczny rynek nieruchomości, przyczyniając się w ten sposób do boomu mieszkaniowego o rekordowych rozmiarach. „Rynek nieruchomości stał się zatem głównym motorem napędowym obecnego wybuchu inflacji, który osiągnął 10,9 procent we wrześniu 1990 r.” (Riley 1990). W warunkach boomu domy, które są zazwyczaj trwałymi aktywami, stały się w znacznym stopniu płynnymi, nadającymi się do wydania aktywami lub aktywami, na których można było łatwo pozyskać płynne fundusze. Euforyczny „efekt bogactwa” inflacji aktywów stymulował zarówno popyt, jak i podaż pieniądza, ponieważ nie tylko osoby wydające pieniądze i pożyczkobiorcy tak obdarzeni

czuli się pewniej bogatsi, ale pożyczkodawcy również czuli się bardziej zdolni i gotowi do pożyczania pod zabezpieczenie rosnącej wartości nieruchomości i większego osobistego bogactwa pożyczkobiorcy. Chociaż zasada „efektu bogactwa” (która działa w obie strony) była znana ekonomistom od wielu pokoleń i była na przykład podkreślana przez szkołę Cambridge sprzed 1914 r. pod nazwą „efektu Pigou”, nigdy zasada ta nie została tak szeroko i wyraźnie zademonstrowana, jak w drugiej połowie lat 80. Ponieważ około piętnaście milionów, czyli dwie trzecie mieszkań w Wielkiej Brytanii było zajmowanych przez właścicieli, a ich łączna wartość wynosiła około 1000 miliardów funtów, całkowity wpływ rosnącego rynku nieruchomości na ogólne wydatki, a zatem na inflację, stał się znaczący, szczególnie że Wielka Brytania ma wyższy odsetek właścicieli domów niż większość jej głównych konkurentów. Powódź finansów stymulowała boom na rynku nieruchomości (patrz Chrystal 1992). Nadal pochodziły one głównie od towarzystw budowlanych, ale banki miały teraz swobodę dodawania znacznie więcej niż wcześniej do całkowitej sumy. W ciągu czterech lat po 1984 r. towarzystwa podwoiły swoje roczne kredyty hipoteczne, przy czym największy wzrost odnotowano w manii kupowania domów w 1988 r. Biorąc pod uwagę tę rekordową ekspansję, towarzystwa mogły wówczas ze spokojem stawić czoła rosnącej konkurencji banków. Pożyczki udzielone przez większe banki na zakup domu potrojiły się między 1984 a 1989 r., wzrastając z 14,4 mld funtów do 43,1 mld funtów (Raport Banku Anglii za lata 1989/90). Niezależnie od pierwotnego źródła lub podanego celu pożyczki, znaczna część tej ogromnej powodzi trafiła do wydatków ogólnych. Ten proces przekształcania zawyżonej wartości nieruchomości w wydatki konsumpcyjne lub spłatę krótkoterminowego (i droższego) długu, proces znany jako „wycofanie kapitału własnego”, osiągnął rekordowe wysokości, odzwierciedlając „rosnące wyrafinowanie pożyczkobiorcy osobistego i zacieranie się rozróżnienia między finansowaniem hipotecznym i niehipotecznym” oraz oczywiście rozróżnienie między bankami a spółdzielniami budowlanymi (Raport Banku Anglii za lata 1989/90). Kurek podaży pieniądza został całkowicie odkręcony. Nie tylko było zbyt wiele instytucji chętnie udzielających zbyt dużej ilości kredytów, ale również robiły to przy mocno dotowanych stopach procentowych, ponieważ ulga podatkowa od odsetek od kredytu hipotecznego była przyznawana na poziomie krańcowym pożyczkobiorcy, tj. najwyższej stawki, do obecnego limitu 30 000 funtów. Pomiędzy końcem lat 70. a połową lat 80. ulga podatkowa na kredytobiorcę w ujęciu realnym wzrosła o 50 procent. Jednak w budżecie z marca 1988 r. Nigel Lawson potwierdził zaangażowanie rządu w zasadę ulgi odsetkowej od kredytów hipotecznych, z której skorzystało 8,4 miliona kredytobiorców, w tym 500 000 osób samotnych ze wspólnymi lub wielokrotnymi kredytami hipotecznymi. Wielokrotne kredyty hipoteczne, niesprawiedliwy i kosztowny podatek od legalności, zostały zakończone 1 sierpnia 1988 r. W międzyczasie ta w innym przypadku mile widziana i spóźniona reforma doprowadziła do paniki na rzecz wspólnych i wielokrotnych kredytów hipotecznych przed upływem terminu, tworząc raj dla agentów nieruchomości i dalszy ostry bodziec dla inflacji. Każdy krok w dół stóp procentowych (przy stopach bazowych, jak widzieliśmy, spadły do 7 1/2 procent do maja 1988 r.) w połączeniu z hojnymi obniżkami stawek podatku dochodowego w budżecie, zwiększały euforię i zakres wyższych kredytów hipotecznych i wycofania kapitału własnego. Ponadto, oprócz stymulowania w ten sposób silnych wzrostów inflacji popytowej, koszt spłat kredytów hipotecznych stanowił znaczący element nacisków kosztowych negocjacji płacowych, szczególnie gdy takie płatności rosły stopniowo, gdy w swojej spóźnionej i ograniczonej odpowiedzi na inflację rząd podniósł stopy bazowe do 15 procent do 5 października 1989 r. Mocną polemikę na ten temat przedstawił ekonomista z Oksfordu, dr John Muellbauer, w swoim badaniu *The Great British Housing Disaster and Economic Policy* (1990). Podobnie jak finansowanie kredytów hipotecznych, częściowo poprzez „wycofanie kapitału własnego”, pobudziło boom w latach 1988–1990, tak później, gdy ceny domów spadły poniżej zadłużenia hipotecznego, „ujemny kapitał własny” pomógł nasilić i przedłużyć kryzys w ciągu kolejnych trzech lat. Następne dwie powiązane ze sobą przyczyny zróżnicowanej wysokiej i uporczywej inflacji w Wielkiej Brytanii, a mianowicie mylący zbiór ciągle zmieniających się definicji pieniądza, celów i wskaźników

oraz wahania co do dokładnej roli kursu walutowego, leżą u podstaw każdej oceny brytyjskiego eksperymentu monetarnego. Chociaż teoria ilości jest najstarszym na świecie wyjaśnieniem relacji między pieniędzmi a cenami i była znana starożytnym Grekom, a w Europie nieprzerwanie istnieje od XVI wieku, to jednak oficjalne statystyki kategoryzujące podaż pieniądza w wąskich, średnich lub szerokich pasmach nie zostały opublikowane w Wielkiej Brytanii aż do 1970 r., podczas gdy oficjalne „cele” pochodzą z 1976 r. – kolejny powód, dla którego wybrano ten ostatni rok jako punkt zwrotny między keynesowską a monetarystyczną Wielką Brytanią. Od tego czasu nastąpiło mniej więcej tyle samo zmian w definicjach pieniądza, co w oficjalnych definicjach bezrobocia, w obu przypadkach znacznie ponad dwadzieścia, odzwierciedlając dostosowanie do zmieniających się praktyk instytucjonalnych i społecznych w połączeniu z polityczną celowością. Już w 1982 r. Bank Anglii znudził się wskazywaniem, że „nie ma jednej poprawnej definicji pieniądza” i zaczął analizować nie mniej niż „dwadzieścia cztery klasy aktywów, z których niektóre są uwzględniane w agregatach, a niektóre nie” (BEQB, grudzień 1982 r.). Od tego czasu pojawiło się ich znacznie więcej. Wybór agregatów odzwierciedlał nie tylko zmieniające się funkcje i instytucje, ale także zmieniające się potrzeby nacisków politycznych, uwarunkowane lub zdezorientowane przez zmieniające się teorie ekonomiczne. Te agregaty pieniężne obejmowały: M0, M1, NIB M1, M2, M3, M3C, Stg.M3, M4, M4C, M5, PSL1, PSL2, DCE itd. Lista jest ilustracyjna, nie wyczerpująca, a zakres uległ zmianie, na przykład gdy firmy oferujące zakup ratalny stały się bankami lub gdy towarzystwa budowlane, takie jak Abbey National, drugie co do wielkości, również stały się bankiem; gdy udział depozytów oprocentowanych znacznie wzrósł; a wartość depozytów zagranicznych w porównaniu ze szterlingami zmieniła się pod względem znaczenia. Te zmiany można postrzegać jako współczesne rozwinięcia oryginalnej, prostej, ale natchnionej podwójnej klasyfikacji Keynesa, w której całkowita podaż pieniądza to „ilość gotówki utrzymywana w celu zaspokojenia transakcji i motywów ostrożnościowych, M1, oraz ilość utrzymywana w celu zaspokojenia motywu spekulacyjnego, M2... Zatem  $M = M1 \text{ plus } M2$ ” (Keynes 1936). W połowie lat 90. XX wieku, po dwudziestu latach niejednoznacznych eksperymentów, nadal szalał spór, odnoszący się zasadniczo do tego, czy wąskie, szerokie pieniądze, czy jakaś ich ważona kombinacja, stanowiły najlepszy cel. W praktyce pieniądze przełamują wszelkie sztuczne bariery; co wyjaśnia, w jaki sposób „oszczędności” z mieszkalnictwa zostały sprowadzone do wydatków i dlaczego pośrednie kategorie pieniężne są ciągnięte i wypychane z obu stron, stając się niestabilne i niepewne w czasie, tak jak stało się to z wcześniejszym oficjalnie preferowanym celem „Sterling M3”. Cele mogą być tajne lub publicznie ogłoszone; mogą być punktami lub zakresami. O ile polityka pieniężna wymaga zdecydowanych oczekiwań społecznych, cel musi być publicznie ogłoszony i najlepiej osiągnięty; podczas gdy elastyczność, którą oczywiście dopuszcza zakres, daje władzom znacznie większą szansę na ogłoszenie sukcesu niż w obliczu nadmiernie precyzyjnego nakazu ostrego punktu. Jako cele należy wybierać tylko agregaty, które demonstracyjnie działały jako dobre miary lub dobre wskaźniki presji inflacyjnej. Niestety „prawo Goodharta” często interweniowało, aby podważyć wiarygodność wskaźników promowanych jako cele. Profesor Goodhart, będąc doradcą ekonomicznym w Banku Anglii, bardzo mądrze (choć początkowo żartobliwie) skomentował, że „każda obserwowana regularność statystyczna będzie miała tendencję do załamania się, gdy zostanie na nią wywarta presja w celach kontrolnych”. Ten sceptycyzm nie ograniczał się zatem do osób z zewnątrz, które sprzeciwiały się monetarnym. W połowie lat 80. zainfekował on najwyższe szczeble władz monetarnych. Dlatego sam gubernator Leigh-Pemberton publicznie zastanawiał się, czy „przewidywalność relacji między pieniędzmi a dochodami nominalnymi może osiągnąć punkt – jak w niektórych innych krajach – w którym lepiej byłoby całkowicie zrezygnować z celowania w pieniądzu... i czy ten punkt został osiągnięty w odniesieniu do szerokiego pieniądza” (BEQB, grudzień 1986). Szeroki pieniądz przestał być zatem celem na początku kolejnego roku finansowego. Kłótlive dziecko zostało wylane z kąpielą; i to było dokładnie w czasie, gdy boom Lawsons, napędzany rekordowym wycofaniem kapitału własnego, był gorączkowo sygnalizowany przez niedawno odrzucony i zdyskredytowany

szeroki cel pieniężny. Pozostał jako cel tylko M0, czyli wąski pieniądz (choć, aby zdeorientować niewtajemniczonych, jest to zawsze oficjalnie określane w statystykach Banku jako „szeroka baza pieniężna”). Nic dziwnego, że wiarygodność publiczna, istotna cecha oczekiwań inflacyjnych, wyparowała. Sir Ian Gilmour, jeden z wielu byłych ministrów pani Thatcher, doskonale uchwycił sceptyczny nastrój opinii publicznej, gdy napisał: „Monetaryzm można nazwać niekontrolowanym w pogoni za nieokreślonym” (1983). Choć trudny do zinterpretowania, mnogość statystyk pieniężnych kontrastowała ze spadkiem ilości i jakości ogólnych statystyk ekonomicznych – kosztowną oszczędnością. Gubernator Banku miał więc pełne prawo protestować, że „błędy polityki i błędy prognozowania” były częściowo wynikiem „wprowadzających w błąd informacji dostarczonych przez oficjalne statystyki” (BEQB, maj 1990). Ta statystyczna mgła nie tylko spowodowała, że zarówno Gubernator, jak i Kanclerz niedocenili siły łącznego boomu konsumpcyjnego i inwestycyjnego, w konsekwencji przesadnie pobudzeni przez obniżki stóp procentowych i podatku dochodowego, ale także pomogła im usprawiedliwić opóźnienie w podjęciu niezbędnych działań naprawczych. Od czasu wprowadzenia w 1976 r. celów monetarnych było zatem trzy etapy: najpierw nacisk położono na szeroki pieniądz, głównie funta szterlinga M3; po drugie, w połowie lat 80. równą wagę nadano również wąskiemu pieniądzu, głównie M0; i wreszcie od 1987 r. M0 pozostało jedynym celem do 8 października 1992 r., kiedy to po raz pierwszy sama stopa inflacji (w przedziale 1–4 procent) stała się oficjalnie ogłoszonym celem. Nie wpadając w pułapkę definicji, warto pokrótce wspomnieć, w jaki sposób spółdzielnie budowlane i inne podobne depozyty oszczędnościowe, które przyczyniły się do uwolnienia tak dużej części potencjału inflacyjnego ostatnich dekad, zostały włączone do agregatów pieniężnych. Odpowiednie liczby pojawiły się po raz pierwszy – jako „eksperyment” – w Biuletynie Banku z września 1979 r., jako „Płynność sektora prywatnego”; i po dalszym istnieniu w nieznacznie różniących się postaciach, nadal stanowią ważny i niezbędny składnik M4, głównego szerokiego agregatu pieniężnego dla celów polityki. Podobnie jak rosyjskie lalki, szersze agregaty obejmują mniejsze, ale o zaskakująco różnych kształtach. Wiara w M0 początkowo opierała się na uproszczonej teorii, że zmiany w jego kształcie spowodują odpowiednie zmiany w szerszych kategoriach lub (aby zmienić metaforę) że cała szeroka odwrócona piramida pieniądza i kredytu nie tylko spoczywała na bazie pieniężnej, ale była również przez nią kontrolowana, czy to M0, czy też przez jakąś podobną lub nawet węższą miarę, której wielkość mogła być bezpośrednio określona przez Bank Anglii. W krajach bez bankowych towarzystw budowlanych i gdzie rezerwy przechowywane przez banki komercyjne w ich bankach centralnych są znaczne, takie urządzenia działają całkiem dobrze; ale niestety dla „małego M0” i jego wyznawców sytuacja ta nie dotyczy już Wielkiej Brytanii. W czerwcu 1990 r. wąski agregat M0, który składa się z banknotów i monet w obiegu (stanowiących ponad 99 proc. całości) oraz sald operacyjnych bankierów w Banku Anglii (stanowiących mniej niż 1 proc.) wyniósł w sumie tylko 18 mld funtów, co odpowiada 320 funtom na głowę ludności lub mniej niż dwutygodniowemu dochodowi narodowemu, a proporcja ta ma tendencję spadkową w ostatnich latach. Natomiast zasób M4, który obejmuje zasoby gotówki sektora prywatnego plus depozyty w funtach szterlingach w bankach i spółdzielniach budowlanych, wyniósł 455 mld funtów, czyli prawie 8000 funtów na głowę i odpowiada około dziesięciomiesięcznemu dochodowi narodowemu, a proporcja ta ma tendencję wzrostową wraz z bogactwem narodowym w ostatnich latach (BEQB, sierpień 1990 r.). Coraz mniej prawdopodobne wydaje się, aby w brytyjskich warunkach M0, nawet po uderzeniu, kontrolowało ogromne M4, ale może to odzwierciedlać zmiany w presji inflacyjnej. Wielką zaletą M0 jest to, że jest ono wykorzystywane praktycznie wyłącznie do transakcji dokonywanych teraz lub w bardzo bliskiej przyszłości, dzięki czemu jest najlepszym szybkim wskaźnikiem wydatków i zmian w tempie wydatków. Jest to bardzo dobry wskaźnik ekonomiczny współbieżny lub równoczesny, ale nie tak dobry predyktor przyszłych wydatków, jak twierdziło wielu monetarystów. Mówi nam, gdzie jesteśmy i gdzie właśnie byliśmy, ale nie dokąd zmierzamy: i nie mówi nam nic o czekach lub pieniądzach plastikowych, M4, które są zmienną mieszkanką pieniędzy przechowywanych na rzeczywiście i przewidywane wydatki, a

także na oszczędności, i co najmniej wskazuje na potencjalne presje inflacyjne do jednego lub dwóch lat naprzód, chociaż nie w sposób mechanistyczny. Po piętnastu latach ataków ani Bank ani Skarb Państwa, które choć zranione, z pewnością nie są w najlepszej pozycji, aby wydać osąd, nie wydawały się wcale pewne, które agregaty (jeśli w ogóle) należy atakować. Niestety, parafrazując Yeatsa, najlepszym brakuje wszelkiego przekonania, podczas gdy reszta jest pełna namiętnej intensywności popartej modelami pewności ekonomicznej. Oficjalny sceptycyzm wobec ataków pozwolił niektórym monetarystom argumentować (wbrew wszelkim innym dowodom) nie tyle, że monetaryzm zawiódł, ile że nie został właściwie przeprowadzony. W liście do The Times (28 września 1990 r.) samozwańcza Grupa Polityki Pieniężnej Cienia, składająca się z dziesięciu wpływowych monetarystów, w tym Tima Congdona, Patricka Minforda, Gordona Peppera i sir Alana Waltersa, napisała, że

słuszne i stosowne jest podkreślenie silnej potrzeby spójnej i wiarygodnej krajowej polityki pieniężnej... Biorąc pod uwagę złożoność współczesnego, zliberalizowanego środowiska finansowego, stosowne byłoby monitorowanie i prawdopodobnie ukierunkowanie na spektrum agregatów pieniężnych, obejmujących zarówno wąską (M0) miarę transakcji, na którą obecnie ukierunkowano działania, jak i szersze miary pieniądza i kredytu

W świetle poważnych ograniczeń wewnętrznych wskaźników i celów monetarnych Wielkiej Brytanii, Nigel Lawson zrozumiałe postanowił wykorzystać kurs wymiany, od dawna traktowany jako dodatkowy wskaźnik, w formie „przyćmienia marki D”, aby działać jako hamulec inflacji w Wielkiej Brytanii. Żadne pieniądze nie mogą służyć dwóm panom, wewnętrznej podaży pieniądza i zewnętrznemu kursowi wymiany; nie można też oczekiwać, że gospodarka da wiarę dwóm diametralnie przeciwnym poglądom, które walczyły o mistrzostwo w gabinecie pod koniec lat 80., a mianowicie pogładowi oficjalnego kanclerza i pogładowi prywatnego doradcy ekonomicznego pani Thatcher, sir Alana Waltersa, który opowiadał się za swobodnie płynnymi kursami wymiany i jednomyślną koncentracją na wewnętrznej kontroli podaży pieniądza. Miasto, a następnie kraj, zdały sobie sprawę z tych niezgodności, a gdy kryzys się nasilił, Bank Anglii stopniowo podniósł stopy bazowe, aby osiągnąć 15 procent 5 października 1989 r. 26 października Nigel Lawson poczuł się zmuszony do rezygnacji, po czym niemal natychmiast z jego stanowiska na pół etatu zrezygnował Sir Alan Walters (prawdopodobnie jedyny przypadek w historii rezygnacji doradcy ekonomicznego, ponieważ jego rada była preferowana przez głowę państwa). Jednak zaledwie rok później, 5 października 1990 r., sama premier ogłosiła z 10 Downing Street, że od 8 października Wielka Brytania ma przystąpić do Mechanizmu Kursów Walutowych Europejskiego Systemu Walutowego (i że Bank obniża swoją Minimalną Stopę Kredytową z 15 do 14 procent). Było to coś więcej niż taktyczny manewr monetarny. Choć niezamierzone, wydawało się zapowiadać koniec suwerenności funta szterlinga i doprowadziło w ciągu dwóch miesięcy do obalenia pani Thatcher. Polityka pieniężna zdominowała politykę. Jak się okazało, Wielka Brytania pozostała w ERM przez mniej niż dwa lata – tylko do Czarnej (lub Białej) Środy, 16 września 1992 r.

### **EMU: koniec funta szterlinga?**

Radykalna reforma walutowa, choć rzadka w długiej historii Anglii, była endemiczna na kontynencie: kontrast, który może pomóc wyjaśnić wyjątkowo silną niechęć Wielkiej Brytanii do zaakceptowania zmian walutowych związanych z Europejską Unią Gospodarczą i Walutową (EMU), które inni członkowie chętniej przyjmują. Większość krajów europejskich, dużych i małych, musiała wielokrotnie przeprowadzać zmiany, które drastycznie zmieniały ich wewnętrzne waluty. Niewątpliwie faktyczna moneta brytyjska, od czasów anglosaskich, przechodziła cykle dewaluacji i reform. Niewątpliwie również „funt w naszej kieszeni”, pomimo zaprzeczeń premiera Harolda Wilsona w 1967 r., został poważnie zdewaluowany. Jednakże funt jako jednostka rozliczeniowa nigdy nie musiał zostać zastąpiony „nowym funtem” ani żadnym innym określeniem przez 1300 lat, w przeciwieństwie do



franka francuskiego lub różnych walut niemieckich, takich jak Reichsmark, Rentenmark, Ostmark i Deutsche Mark, aby wymienić tylko niektóre z bardziej współczesnych zmian. W przeciwieństwie do takich głównych zmian, dwiema drobnymi zmianami, nawet zdalnie porównywalnymi w Wielkiej Brytanii XX wieku, były po pierwsze zaprzestanie wewnętrznego obiegu złotego suwerena i półsuwerena w 1914 r., a po drugie decymalizacja w 1971 r. Pierwsza została zaproponowana przez Ricardo sto lat wcześniej i odbyła się bez zakłóceń; podobnie jak druga, po próbach reformy rozłożonych bezpiecznie na 150 lat. Propozycja Lorda Wrottesleya z 1824 r. na rzecz decymalizacji waluty została odrzucona przez Parlament, podobnie jak podobne propozycje po kilku innych raportach, w tym tych z Select Committee z 1853 r. oraz Royal Commissions z 1857 i 1918 r. W końcu, po Raporcie Halsbury'ego z 1963 r. decymalizacja waluty weszła w życie 15 lutego 1971 r. i okazała się, pomimo irracjonalnych obaw przeciwników, tak udana, że nazwano ją „niewydarzeniem”. Dla Wielkiej Brytanii zmiany proponowane przez UGW są wyjątkowo różne od tych, z którymi musiała się zmierzyć w swojej poprzedniej historii: dla większości innych krajów takie zmiany po prostu oznaczają powtarzanie się ich własnej historii na większą skalę. Druga podstawowa różnica między funtem szterlingiem a walutami kontynentalnej Europy wynika z faktu, że funt był najważniejszy w handlu międzynarodowym przez dwieście lat, ale pozostał (z wyjątkiem Skandynawii i Portugalii) stosunkowo nieistotny w handlu wewnątrz europejskim. Z drugiej strony nawet główne waluty europejskie nie miały znaczenia w handlu międzynarodowym poza ich własnymi koloniami. Tak więc, gdy funt szterling przestał być walutą złota w 1931 r., kraje skandynawskie i Portugalia postanowiły dołączyć do krajów Wspólnoty Narodów jako część strefy funta szterlinga, ponieważ Wielka Brytania była ich głównym partnerem handlowym. Jednak sytuacja ta została przerwana przez wybuch wojny w 1939 r., która tymczasowo zerwała i trwale osłabiła więź z europejskimi członkami strefy funta szterlinga. Francji udało się utrzymać swoją odmianę standardu złota do 1936 r., a następnie aż do wojny była centrum bloku frankowego, który obejmował większość nieniemieckich krajów europejskich na południe od Skandynawii. Do I wojny światowej funt nie miał rywala za granicą, ani, z wyjątkiem dolara amerykańskiego, aż do II wojny światowej. Na kontynencie jednak zawsze stawiał czoła silnej konkurencji, zwłaszcza ze strony franka francuskiego. Przez całą długą erę dominacji funta szterlinga to inne kraje musiały w większości dostosować swoje ustalenia walutowe, aby pasowały do funta szterlinga. Od 1945 do 1972 roku Wielka Brytania, podobnie jak inne kraje, musiała dostosować swoje waluty do wymogów dolara. Od czasu, gdy Wielka Brytania z opóźnieniem przystąpiła do EWG 1 stycznia 1973 roku, ona również musiała przejść trudną transformację związaną z dostosowaniem funta szterlinga do ustaleń walutowych swoich partnerów z EWG, co stanowiło zmianę w nastawieniu większą niż ta wymagana od tych innych uczestników. Europejczycy kontynentalni od dawna przyzwyczaili się do unii walutowych: dla Wielkiej Brytanii przed 1990 rokiem były one albo niepotrzebne, albo peryferyjne. Tak więc w 1865 roku, z inicjatywy Francji, utworzono Łacińską Unię Monetarną, która ostatecznie obejmowała Francję, Włochy, Belgię, Szwajcarię, Bułgarię i Grecję. Podstawowe złote i srebrne monety każdego kraju stały się prawnym środkiem płatniczym i były w obiegu w całej Unii, chociaż pomocnicze, monety symboliczne były prawnym środkiem płatniczym tylko w obrębie własnego kraju. Unia przetrwała do lat 20. XX wieku, kiedy to napięcia wojen i rosnące różnice między wartością złota i srebra spowodowały jej stopniowy upadek. Podobną prawidłowość zaobserwowano w Skandynawskiej Unii Monetarniej utworzonej w latach 70. XIX w., aż do momentu, gdy pod wpływem podobnych nacisków została ona faktycznie rozwiązana przez Szwecję w 1924 r. Zdecydowanie najbardziej udaną ze wszystkich takich unii walutowych, ale obejmującą znacznie więcej niż tylko walutę, była unia Zollverein z 1834 r., w której oddzielne waluty, wagi i miary wcześniej niepodległych trzydziestu dziewięciu państw niemieckich zostały stopniowo połączone, co doprowadziło do zjednoczenia Niemiec w 1871 r., a główny bank pruski stał się bankiem Rzeszy. Zauważyliśmy już, jak utworzenie Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei w 1930 r. wyłoniło się z międzywojennych ustaleń dotyczących niemieckich reparacji, i zobaczymy, jak w

podobny sposób wypłata pomocy Marshalla dla Europy po drugiej wojnie światowej uutorowała drogę nowym formom europejskiej współpracy monetarnej. Podczas i bezpośrednio po tej wojnie prawie każdy kraj na kontynencie europejskim doświadczył zniszczenia i reformy swoich walut. Niemcy zreformowały swoją walutę w 1948 r. (na której opierał się ich późniejszy sukces) po dwóch hiperinflacjach w ciągu pokolenia. Były okupowany przez Niemcy kraj, od Francji po Norwegię, pozbył się inflacji wojennej za pomocą reform walutowych z dnia na dzień, w wyniku których ich mocno zawyżone waluty wojenne zostały zredukowane nawet stukrotnie lub więcej, nie tylko zapewniając podstawę dla nowej, solidnej waluty, ale także karząc kolaborantów, spekulantów, uchylających się od płacenia podatków i podobnych niegodnych posiadaczy rozdętych sald pieniężnych. Jednocześnie stanowiło to najwspanialszy i najdoskonalszy przykład skuteczności ilościowej teorii pieniądza podawanej jednym pociągnięciem i, co najbardziej niezwykle, w sposób obniżający cenę. Tak więc w jaskrawym kontraście do Brytyjczyków, większość rodzin kontynentalnych lub ich rodziców osobiście doświadczyło drastycznej reformy walutowej, po której nastąpił bezprecedensowy wzrost ich standardów życia. Dla nich UGW była po prostu kolejnym logicznym krokiem, a nie skokiem w ciemność, jak się wydawało znacznej części brytyjskiej opinii publicznej, zwłaszcza wśród starszego i bardziej wpływowego pokolenia. W świetle tego geograficznego kontrastu główne kroki podejmowane od 1945 r. w Europie w kierunku większej konwergencji walutowej i stabilności kursów walutowych zostaną teraz krótko nakreślone, aby umieścić w perspektywie „Raport Delorsa o Unii Gospodarczej i Walutowej” z kwietnia 1989 r., który po pełnym wdrożeniu oznaczałby w rzeczywistości koniec kilkunastu walut i zastąpienie ich jedną walutą obsługującą całą strefę euro. Porozumienie z Bretton Woods z 1944 r. przewidywało wyidealizowany powojenny świat walut wymienialnych, stałych kursów walutowych i wolnego handlu. Do 1947 r. stało się boleśnie oczywiste, że przejście na taki system będzie wymagało znacznej pomocy dla Europy ze strony USA. Natychmiastowy niedobór dolarów, z powodu którego cierpiały kraje Europy dotknięte wojną, został w dużej mierze zaspokojony przez Europejski Program Odbudowy zaproponowany przez generała George'a Marshalla w przemówieniu na Harvardzie 5 czerwca 1947 r. Aby pomóc zapewnić skuteczną dystrybucję pomocy Marshalla, utworzono Organizację Europejskiej Współpracy Gospodarczej (rozszerzoną w 1961 r. do stałej Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju), która również pomogła w okresie 1948–50 rozszerzyć istniejący restrykcyjny system płatności dwustronnych na szersze rozliczenia wielostronne. Do 1950 r. poczyniono wystarczające postępy, aby utworzyć Europejską Unię Płatniczą, która umożliwiła piętnastu krajom członkowskim wzajemne kompensowanie deficytów i nadwyżek, do limitów ich kwot. Kwoty te zostały ustalone zgodnie z udziałem każdego kraju w światowym handlu w 1949 r. Znacząco kwota Wielkiej Brytanii w wysokości 1060 milionów dolarów stanowiła ponad jedną czwartą całości, podczas gdy kwota Francji wynosiła 520 milionów dolarów, a Niemiec tylko 320 milionów dolarów. Bank Rozrachunków Międzynarodowych działał stosownie jako agent EPU, a rachunki były rozliczane w nowym abstrakcyjnym wspólnym mianowniku, Europejskiej Jednostce Rozrachunkowej (EAU), początkowo równej jednemu dolarowi amerykańskiemu lub 0,888671 grama czystego złota. W tym samym roku 1950 utworzono Europejską Wspólnotę Węgla i Stali, która rozrosła się za pomocą Traktatu Rzymskiego (25 marca 1957 r.) do EWG pierwotnej Sześciu: Beneluksu, Francji, Niemiec i Włoch. Wielka Brytania pozostała wyspiarską. Do grudnia 1958 r. Wielka Brytania i większość innych krajów europejskich uczyniły swoje waluty wymienialnymi do takiego stopnia, że EPU stało się zbędne i zostało zakończone. Znalaziono rozszerzoną rolę dla jego zastąpienia w ramach nowego Europejskiego Układu Walutowego z większym funduszem w celu wsparcia stabilizacji walut. Na mocy Traktatu Rzymskiego utworzono również Europejski Bank Inwestycyjny, którego zadaniem jest przeciwdziałanie nadmiernej centralizacji i wspieranie zrównoważonego wzrostu regionalnego poprzez udzielanie długoterminowych pożyczek na projekty infrastrukturalne, a także „finansowanie globalne” mniejszym przedsiębiorstwom za pośrednictwem pośredników, takich jak brytyjski ICFC. Podczas gdy początki i konstytucje BIS i EIB różniły się, były to instytucje uzupełniające się, a ściśła i ciąga

współpraca była ułatwiona przez dzielenie się przynajmniej jednym dyrektorem i przez to, że obie strony używały EAU jako oficjalnej waluty księgowej. Ten ostatni punkt był czymś więcej niż tylko szczegółem technicznym, jak mogłoby się wydawać na pierwszy rzut oka; i miał później stać się strategicznie ważny w odniesieniu do brytyjskiego uczestnictwa w UGW. Przygotował drogę dla ECU, a następnie dla euro. Ekstremalny i pozornie uporczywy niedobór dolara w latach 40. i 50. ustąpił w ciągu następnych dwóch dekad coraz bardziej uporczywemu nadmiarowi dolara. Płynne roszczenia cudzoziemców do dolarów amerykańskich wzrosły dziesięciokrotnie z około 7 miliardów dolarów w 1953 r. do około 70 miliardów dolarów w 1971 r. W tym samym okresie rezerwy złota USA spadły z ponad 22 miliardów dolarów do mniej niż 11 miliardów dolarów. Nieunikniona decyzja, przed którą stanęły władze USA, została podjęta 15 sierpnia 1971 r., kiedy to zakończyła się wymienialność dolara po stałej cenie 35 dolarów za uncję złota. Podstawy systemu stałych kursów walutowych z Bretton Woods runęły. Po około pięciu miesiącach poważnych turbulencji dolara w grudniu 1971 r. w Smithsonian Institute w Waszyngtonie odbyło się spotkanie „Grupy Dziesięciu” głównych gospodarek, w wyniku którego parytety dolara zostały wyrównane, a uczestnicy zgodzili się utrzymać wahania w granicach 21/4 procent po obu stronach swoich nowych parytetów (w porównaniu z wahaniami o 1 procent dozwolonymi w ramach systemu z Bretton Woods). Realistycznie umożliwiło to znacznie większą elastyczność stóp, zapewniając jednocześnie ramy ustalonych parytetów z główną walutą handlową świata. W odważnych, ale nieudanych poszukiwaniach jeszcze większej stabilności Wielka Brytania przystąpiła do „schematu węższych marż” EWG (tzw. „węża”) 1 maja 1972 r.; ale po zaledwie sześciu tygodniach i pomimo silnego poparcia banków centralnych dla słabego funta, rząd zdecydował 23 czerwca o upłynnieniu funta. Tak więc po raz pierwszy od 1939 r. funt szterling swobodnie zmieniał kurs w stosunku do wszystkich walut – i miał pozostać w tym stanie przez osiemnaście lat, aż do października 1990 r. Brytyjskie wahadło monetarne nagle przesunęło się od silnej wiary w zalety stałych kursów walutowych do równie żarliwej wiary w skrajną doktrynę monetarną głoszoną przez Milтона Friedmana i jego zwolenników na rzecz zmiennych kursów walutowych i „pozwolenia rynkowi decydować” (Friedman 1953). Protagonisci zmiennych kursów walutowych mogliby wskazać na długie doświadczenie Kanady, na uwolnienie się od ograniczeń „stop-go”, na bardziej stały, zrównoważony wzrost, teraz, gdy nie było potrzeby utrzymywania rezerw beczynnych w celu obrony stałego kursu itp. W cichym, nieskomplikowanym świecie modeli zarówno klasycznych, jak i monetarnych ekonomistów teoria parytetu siły nabywczej mogłaby dobrze działać w dłuższej perspektywie (podczas której brytyjski przemysł wytwórczy prawie umarł). Chociaż teoria PPP – że podstawowy kurs wymiany na wolnym rynku jest odzwierciedleniem względnych cen towarów i usług handlowych i zbywalnych w danym kraju – ma pewne zalety, nie uzasadnia to twierdzenia, że kurs równowagi, a tym bardziej kurs równoważący lub stabilizujący, powstanie z nieograniczonego działania sił rynkowych. Rynek walutowy rzadko był idealnym rynkiem, który pozwalałby na pojawienie się rzekomego kursu „równowagi”, który koniecznie byłby lepszy od arbitralnie ustalonych kursów ustalonych przez władze monetarne. Skutki względnych poziomów cen jako czynników determinujących kursy wymiany na wolnym rynku są zalewane transferami kapitału, arbitrażem i spekulacjami finansowymi. Nawet pomijając takie transfery, w nowoczesnych warunkach same transakcje kluczowymi towarami wystarczają, aby spowodować destabilizację. Doświadczenia z najbardziej niestabilnym towarem, ropą naftową, w ostatnich dziesięcioleciach pokazały, że „nieskrępowane rynki mają na swoim koncie monumentalne błędy zagrażające środkom do życia milionów ludzi. Rynki spot, sprzedające i odsprzedające ładunki, obracają sto razy większą liczbą „papierowych beczek” niż prawdziwych towarów i nadmiernie podkreślają czynniki przejściowe (Biuletyn OPEC, sierpień 1990). Nawet w normalnych okresach dominują wymiany walut nieoparte na rzeczywistych towarach. Badanie przeprowadzone dla Parlamentu Europejskiego wykazało, że „wolumen transakcji finansowych przekroczył obroty w handlu światowym w ujęciu realnym o współczynnik 25” (Europejski Wspólny Rynek Finansowy, czerwiec 1989). Ta nierównowaga jest szczególnie widoczna w Wielkiej Brytanii, biorąc pod uwagę, że Londyn

jest nadal największym rynkiem walutowym na świecie, ale od dawna przestał być największym importerem lub eksporterem towarów na świecie. Skoordynowane badanie wymiany walut przeprowadzone przez Bank Anglii, Bank Tokio i Bank Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku w marcu 1986 r. wykazało, że średni dzienny obrót walutami wynosił prawie 200 miliardów dolarów, przy czym w Londynie było to 90 miliardów dolarów, w Nowym Jorku 50 miliardów dolarów, a w Tokio 48 miliardów dolarów.. Nic więc dziwnego, że wolne rynki walutowe, dalekie od naturalnej równowagi, w rzeczywistości często mają tendencję do bycia niestabilnymi i destabilizującymi, podczas gdy nawet same środki naprawcze władz nierzadko prowadzą do „przestrzelenia”. Takie przestrzelenie miało miejsce wielokrotnie w ciągu osiemnastu lat brytyjskiego eksperymentu monetarnego ze zmiennymi stopami procentowymi. Pomimo wymuszonych interwencji (potępianych przez bardziej skrajnych monetarystów jako „brudne” płynne stopy procentowe) w celu kontrolowania najbardziej gwałtownych ruchów, wartość funta wahała się od około 2,45 USD w 1975 r. do 1,60 USD rok później, z powrotem do ponad 2,40 USD w 1980 r., tylko po to, aby spaść do rekordowo niskiego punktu nieco powyżej 1,0 USD w 1983 r. W żaden sposób nie można powiedzieć, że wahania o takiej amplitudzie były spowodowane zmianami względnych poziomów cen. Podczas gdy spekulanci mogliby czerpać zyski z takich gwałtownych wahań, niepewność, z jaką mierzyli się producenci i handlowcy realnymi dobrami i usługami, była oczywista. Chociaż wszystkie waluty świata ucierpiały z powodu wahań dolara (głównie), to jednak system EWG łączący wspólny kurs płynny z dolarem z węższymi marżami dla własnych walut dawał większe bezpieczeństwo niż odizolowany kurs płynny, a nawet przez jakiś czas przyciągał kraje spoza EWG, takie jak Szwecja i Norwegia, do przyłączenia się do tego „węża w tunelu”. Postawa Wielkiej Brytanii z jedną nogą w Chicago, a drugą w Brukseli stawiała się zbyt bolesna, aby ją znieść. Pod koniec lat 80. XX wieku coraz bardziej przyznawano, że Wielka Brytania potrzebuje kotwicy, jaką reszta EWG wykuła od 1979 r. 13 marca 1979 r. EWG rozpoczęła obsługę swojego Europejskiego Systemu Walutowego (EMS), aby stworzyć strefę stabilności monetarnej w Europie i wzmocnić gospodarki mniej zamożnych członków. Bank Anglii był mocno zaangażowany w przygotowywanie struktury i szczegółów operacyjnych nowego systemu, ułatwiając w ten sposób Wielkiej Brytanii nieśmiałe, stopniowe podejście do pełnego członkostwa. Główne cechy EMS obejmują mechanizm kursów walutowych (ERM), który był zamiennikiem i ulepszeniem oryginalnego „węża”, umożliwiając podobne wahania 21/4 procent po obu stronach uzgodnionego kursu centralnego, ale z wahaniami 6 procent początkowo dozwolonym dla słabszych uczestników, takich jak Włochy, Hiszpania i ostatecznie Wielka Brytania. Po drugie, Europejski Fundusz Współpracy Walutowej, pierwotnie utworzony w 1973 r., został wzmocniony przez depozyt 20 procent rezerw złota i dolarów każdego członka. Po trzecie, utworzono nową europejską jednostkę walutową, ECU, opartą na średniej ważonej dziesięciu walut europejskich, w tym funta i drachmy, chociaż ani Wielka Brytania, ani Grecja nie były początkowo pełnymi uczestnikami ERM. Wielka Brytania stała się od początku uczestnikiem Funduszu Współpracy Walutowej i najbardziej entuzjastycznym promotorem szerszego wykorzystania ECU; ale zdecydowała się nie przystępować do ERM. Ta odmowa wynikała nie tylko z wpływu monetaryzmu, z jego wrodzonym preferowaniem płynnych kursów, ale także z bardziej praktycznych rozważań rządu, że pozycja funta jako petro-waluty naraziłaby go na większe i bardziej rozbieżne naciski niż te, którym poddawane są inne waluty EWG. Zgodnie z bardziej rynkową filozofią Wielkiej Brytanii, 23 października 1979 r., zaledwie sześć miesięcy po rozpoczęciu EMS, odważnie podjęto decyzję o usunięciu wszelkich kontroli dewizowych. Usunięcie tych środków ochronnych po około czterdziestu latach dało przewagę reszcie EWG w tej dziedzinie i dodatkowo wzmocniło rolę City na światowych rynkach finansowych. Kiedy z powodów podanych powyżej Wielka Brytania w końcu odwróciła się od wątpliwych radości odizolowanego płynnego kursu i z typowym opóźnieniem dołączyła do ERM 8 października 1990 r., EWG przeszła do rozważenia jeszcze większych wyzwań Raportu Delorsa: wyzwań, których niełatwo uniknąć przez zwlekanie. Do grudnia 1985 r. wszyscy członkowie EWG zgodzili się na „Jednolity Akt Europejski”, aby do końca 1992 r. utworzyć zjednoczony obszar gospodarczy, w którym towary, usługi,

ludzie i kapitał będą mogli swobodnie się przemieszczać. W ramach procesu wdrażania Rada Europejska zaprosiła M. Jacques'a Delorsa, przewodniczącego Komisji Europejskiej, do przewodniczenia komitetowi, którego zadaniem będzie zbadanie i zaproponowanie konkretnych kroków prowadzących do unii gospodarczej i walutowej. Wśród pozostałych szesnastu członków byli szefowie banków centralnych będących członkami „w ich charakterze osobistym”, w tym Robin Leigh-Pemberton i Karl Otto Pöhl; oraz Alexandre Lamfalussy, dyrektor generalny BIS. W kolejnym Raporcie o Unii Gospodarczej i Walutowej we Wspólnocie Europejskiej (kwiecień 1989) zaproponowano trzyetapowy program, którego datą rozpoczęcia był 1 lipca 1990. Chociaż nie zaproponowano żadnych dat dla kolejnych etapów, „decyzja o rozpoczęciu pierwszego etapu” – jak stwierdzono w raporcie z oczekiwaniem graniczącym z arogancją – „powinna być decyzją o rozpoczęciu całego procesu”. To, co zwolennicy postrzegali jako zintegrowaną i logiczną progresję, przeciwnicy widzieli równie wyraźnie jako śliską ścieżkę w kierunku nieodwracalnej utraty suwerenności gospodarczej i politycznej. Ponadto, w przeciwieństwie do poprzednich i przedwczesnych prób UGW, takich jak Raport Wernera z 1970 r., które nie powiodły się nie tylko z powodu szoków naftowych tamtej dekady, ale także przede wszystkim dlatego, że gospodarki Francji i Niemiec nie zbiegły się wystarczająco, Raport Delorsa pojawił się w czasie, gdy gospodarki wewnętrznego jądra obejmującego Francję, jednoczące się Niemcy, Beneluks, a być może także Włochy, zbiegły się już w stopniu wystarczającym, aby zapewnić pozornie solidną podstawę dla jego śmiałych propozycji. Niezbieżna Wielka Brytania pozostała nieprzekonana. Główne propozycje dla etapu pierwszego były następujące: (a) należy ustanowić „jednolity obszar finansowy”, „w którym wszystkie instrumenty pieniężne i finansowe będą swobodnie krążyć, a usługi bankowe, papiery wartościowe i ubezpieczeniowe będą oferowane jednolicie na całym obszarze”; (b) „wszystkie waluty Wspólnoty będą objęte mechanizmem kursowym”; i (c) „wszelkie przeszkody dla prywatnego korzystania z ECU powinny zostać usunięte” (ust. 52). Podczas drugiego etapu Wspólnota (a) „ustaliby precyzyjne zasady dotyczące wielkości rocznych deficytów budżetowych i ich finansowania”; (b) dopilnowałaby, aby „Europejski System Banków Centralnych (ESBC) – zostałby utworzony”; i (c) wymagałaby, aby „marże w ramach ERM były stopniowo zawężane” do zera (ust. 56, 57). Tak więc „trzeci etap rozpocząłby się przejściem na nieodwołalnie zablokowane kursy walutowe” (ust. 58); „Przejście na jednolitą politykę pieniężną zostałoby przeprowadzone przy udziale ESBC, który przejąłby odpowiedzialność za formułowanie i wdrażanie polityki pieniężnej”; podczas gdy „przejście na jednolitą walutę nastąpiłoby na tym etapie” (ust. 60). Rzadko publikacja tak krótkiego raportu (zaledwie czterdziestostronicowego) miała tak szeroki, głęboki i kontrowersyjny wpływ: niezależnie od czasu i zakresu jego ostatecznego wdrożenia, Raport Delorsa dał publicznie znać, że ani Bank Anglii, ani funt szterling nigdy nie będą już takie same. Dni suwerenności funta wydawały się policzone. Zwiększona suwerenność konsumenta na znacznie powiększonym jednolitym rynku liczącym ponad 300 milionów ludzi nie mogła już być tak ściśle powiązana z granicami państwowymi pod władzą suwerennego organu wykonawczego parlamentu, jak miało to miejsce wcześniej. Gdy każda instytucja bankowa we Wspólnocie będzie mogła swobodnie przyjmować depozyty od każdego klienta we Wspólnocie i udzielać mu pożyczek w dowolnej walucie krajowej, duży stopień zbieżności terytorialnej między obszarem jurysdykcji krajowego banku centralnego, obszarem, na którym używana jest jego waluta, a obszarem, na którym działa jego system bankowy, zostanie utracony. Z tych powodów Delors bardzo logicznie zaproponował, aby „krajowa i międzynarodowa polityka pieniężna Wspólnoty była zorganizowana w formie federalnej w . . . Europejski System Banków Centralnych, składający się z instytucji centralnej i dwunastu krajowych banków centralnych” (akapit 32). (Ponieważ ESCB ma wiele rzucających się w oczy, ale głównie powierzchownych podobieństw do amerykańskiego Systemu Rezerwy Federalnej, często nazywano go „Eurofed”). „ESCB byłby zobowiązany do realizacji celu stabilności cen”, w związku z czym „Rada ESCB powinna być niezależna od instrukcji rządów krajowych i władz wspólnotowych” (akapit 32). Biorąc pod uwagę żalostną porażkę polityki monetarnej Wielkiej Brytanii w wyeliminowaniu inflacji nawet po dwudziestu latach wyraźnego stawiania sobie tego celu

za cel, nie można rozsądnie zaprzeczyć potrzebie takiej niezależności. Brytyjskie doświadczenie jedynie stanowczo aktualizuje niezaprzeczalnie jasne lekcje historii, że rządowi bez szczególnych zabezpieczeń konstytucyjnych nie można zaufać, że będą w stanie kontrolować swoje uprawnienia do zarabiania pieniędzy w stopniu wystarczającym do osiągnięcia stabilności pieniądza. Ponadto sama polityka pieniężna, chyba że obejmuje kluczowe aspekty polityki fiskalnej, nie może zapewnić stabilności cen. Stąd musi istnieć skuteczna koordynacja między polityką budżetową i pieniężną z „górnymi limitami deficytów budżetowych, wykluczeniem dostępu do bezpośredniego kredytu banku centralnego i limitami pożyczek w walutach spoza Wspólnoty” (pkt 33). To kolejny przykład, w którym suwerenność konsumenta wymaga ograniczenia suwerenności politycznej. Podczas gdy formuła Delors mogłaby wystarczyć większości krajów EWG do odniesienia sukcesu w walce z inflacją, w przypadku Wielkiej Brytanii konieczne jest coś więcej, co wyraźnie rozpoznał Nigel Lawson już od wczesnych dni MTF. „Aby osiągnąć stabilne ceny”, napisał, „wymaga to walki i zmiany kultury i psychologii dwóch pokoleń. Nie można tego osiągnąć z dnia na dzień. Niech jednak nie będzie wątpliwości, że to jest nasz cel” (1984, 11). Dla pana Lawsona i Wielkiej Brytanii było wielkim nieszczęściem, że brytyjskie nastawienie zmienia się tak irytująco powoli. Ale gdy nadszedł już czas, może się ono zmienić dramatycznie. W dużej mierze po to, aby zyskać czas dla Wielkiej Brytanii na dostosowanie się do wymagań UGW, opracowano plan Majora/Butlera dotyczący „twardego ECU”. Przewidywał on, że zamiast nagłego zastąpienia dwunastu walut WE (zwykłym) ECU w określonym momencie Etapu Trzeciego, „twarde ECU” byłoby równoległą lub wspólną walutą, która będzie naturalnie wykorzystywana zgodnie z wymaganiami rynków finansowych, konkurując z innymi walutami, a być może ostatecznie je wypierając. W istocie pomysł nie jest ani nowy, ani typowo brytyjski. Tak więc w ciągu roku od wprowadzenia ECU, Daniel Strasser, Dyrektor Generalny ds. Budżetów Komisji Europejskiej, napisał, że „istnieją wszelkie powody, aby przypuszczać, że krok po kroku zostanie osiągnięty punkt, w którym warunki będą dojrzałe do tego, aby europejska waluta zajęła swoje miejsce obok walut krajowych. Rozwój ten z pewnością przyspieszy wprowadzenie Ecu (Strasser 1980, 30). Argumenty na rzecz „twardego Ecu” w Wielkiej Brytanii zostały bardzo mocno przedstawione przez gubernatora Banku Anglii europejskim parlamentarzystom w Strasburgu 11 lipca 1990 r., gdzie wskazał, że „twarde Ecu” będzie „zupełnie inne od obecnego Koszyka Ecu”, który po prostu odzwierciedla średnie wartości dwunastu walut, podczas gdy twarde odmiana nie tylko będzie tak silna jak najsilniejsza z nich, ale także „nigdy nie będzie mogła zostać zdevaluowana” (BEQB, sierpień 1990). Sprzeciw wobec twardego Ecu jako niepotrzebnej trzynastej waluty (lub być może czternastej, ponieważ różni się od wersji koszykowej) pochodził ze wpływowych kręgów; a sama pani Thatcher potępiła je z lekką pochwałą. Na konferencji w London School of Economics w listopadzie 1990 r. Karl Otto Pöhl, prezes Bundesbanku, stanowczo potępił propozycje twardego ECU jako „najgorszy możliwy przepis na politykę pieniężną”. W tym samym czasie raport komisji Izby Lordów ds. UGW i unii politycznej stanowczo odrzucił twarde ECU na rzecz wspólnej waluty, jako jedyną rozsądną drogę do UGW. Komisja, której przewodniczył lord Aldington, składała się głównie z parów konserwatywnych i niezależnych i, co znamienne, w jej skład wchodziłi dwaj byli gubernatorzy Banku Anglii, lord Cromer i lord O'Brien. Obawy, że Wielka Brytania może zostać zdegradowana do „niższego szczebla” w ramach Wspólnoty Europejskiej, podzielały City i przemysł. Wspomniano już o wiodącej pozycji Londynu w zakresie wymiany walut, co wykazało badanie przeprowadzone w 1986 r. Nowe badanie przeprowadzone w kwietniu 1989 r. potwierdziło przewagę Londynu, z dziennym obrotem walutowym wynoszącym 187 miliardów dolarów w porównaniu do 129 miliardów dolarów w Nowym Jorku i 115 miliardów dolarów w Tokio. Trzecie badanie przeprowadzone w kwietniu 1992 r. wykazało, że Londyn imponująco zwiększył swoją przewagę, a jego dzienny obrót walutami obcymi wzrósł do 300 miliardów dolarów w porównaniu do 192 miliardów dolarów w USA i 128 miliardów dolarów w Japonii (BEQB listopad 1992). Przewaga Londynu w zakresie obrotu akcjami zagranicznymi jest jeszcze bardziej imponująca. „W 1988 r. obroty Londynu w zakresie akcji zagranicznych wynoszące 71 miliardów dolarów były prawie półtora raza większe niż w Nowym Jorku

i dziesięciokrotnie większe niż w Tokio” (BEQB listopad 1990). Te zalety mogłyby zostać zagrożone, gdyby Wielka Brytania znalazła się w niższej kategorii, podczas gdy korzyści dla branży wynikające z niższych kosztów transakcyjnych, z których korzysta każdy możliwy biznes najwyższej kategorii, mogłyby zostać utracone. Ponieważ thatcheryzm opierał się tak bardzo na polityce pieniężnej, każde przeniesienie władzy decyzyjnej w obszarze finansowym, takie jak to, co nieuchronnie nastąpi w przypadku UGW, z pewnością będzie mocno odczuwalne. W miarę jak EWG postępuje jakąkolwiek drogą w kierunku UGW, „przejście od krajowej polityki pieniężnej do jednolitej polityki pieniężnej jest nieuniknione” (Raport Delorsa, ust. 24). Ponadto, ponieważ „koszty transportu i ekonomia skali sprzyjałyby przesunięciu aktywności gospodarczej z regionów mniej rozwiniętych, zwłaszcza jeśli znajdowały się na peryferiach, do wysoko rozwiniętych obszarów w centrum”, konieczne byłyby dostosowania strukturalne, aby „pomóc biedniejszym regionom dogonić bogatsze” (Raport Delorsa, ust. 29). Interwencyjny charakter silniejszej polityki strukturalnej i regionalnej został albo odrzucony, albo zaakceptowany z wielką niechęcią przez panią Thatcher, pomimo że jej europejscy partnerzy – i wielu jej byłych ministrów – postrzegali go jako mile widzianą konieczność. np. Michael Heseltine, Sir Ian Gilmour i Peter Walker. Międzyrządowe konferencje i poprawki do traktatów wymagane do wdrożenia kolejnych etapów UGW powinny dać wszystkim członkom wystarczająco dużo okazji do dostosowania ich parytetów, aby mogły zostać ostatecznie ustalone w taki sposób (np. po arytmetycznie dogodnych kursach), aby spełnić zarówno wymagania jednolitej waluty dla hurtowego, jak i większego handlu detalicznego w całej Wspólnocie, przy jednoczesnym zachowaniu nazw walut krajowych dla wewnętrznego, głównie drobnego handlu detalicznego (który zawsze będzie stanowił przytłaczającą liczbę transakcji). Jednak jeśli znaczna większość dwunastu ostatecznie zrealizuje swój deklarowany zamiar przejścia bezpośrednio na jednolitą walutę, niewiele można powiedzieć na korzyść próby Wielkiej Brytanii przeskokowania luki w dwóch skokach. Jak wcześniej wskazano, wiele z pozornie najtrudniejszych problemów – decymalizacja, reforma walutowa i najnowszy i najbardziej wymowny przykład połączenia dwóch marek niemieckich – okazało się znacznie łatwiejszych, niż przewidywano. Jeśli chodzi o ostatnie, akademicy, prawnicy, ekonomiści, bankierzy i urzędnicy państwowi w niekończących się komisjach mogli cieszyć się dziesięcioleciem dyskusji popartych ławicami opublikowanych i najbardziej erudycyjnych prac, aby dojść do nieskutecznych i kontrowersyjnych decyzji co do tego, czy jedna marka D była warta 7,36, 3,27 czy 2,73 marek wschodnich, ponieważ „prawie żadne wiarygodne punkty odniesienia nie były dostępne dla „poprawnych” kursów wymiany” (Miesięczny raport Deutsche Bundesbank, lipiec 1990, 14). W przypadku, gdy kanclerz Helmut Kohl szybko, prosto i śmiało ustalił okrągłe stawki jeden do jednego i jeden do dwóch dla różnych kategorii, które miały zostać szczegółowo opracowane przez jego „niezależny” Bundesbank i wschodniemieckie władze monetarne ze skutkiem natychmiastowym od 1 lipca 1990. Ale tylko silna gospodarka z silną walutą mogłaby sprawić, że taka decyzja zadziała. Suwerenność ludu zależy od jego produktywności. W żargonie euro skuteczna „subsidiarność” lub rządy niższych szczebli rządu zależą od wpływów gospodarczych danego kraju lub regionu. Podsumowując tę analizę brytyjskiego rozwoju monetarnego w XX wieku, kluczem do zrozumienia jego złożoności okazała się wrodzona tendencja pieniądza, zarówno w praktyce, jak i w teorii, do kołysania się jak wahadło między okresami, w których istnieje instytucjonalny i teoretyczny przymus naciskania na zwiększenie ilości i zmniejszenie jakości, a następnie nagłego powrotu do okresów, w których cały nacisk powraca do wysiłków na rzecz przywrócenia jakości poprzez kontrolowanie ilości. Na początku nowego stulecia, w okresie przejściowym, zanim pieniądz uniwersalny wykaże podobne wahadłowe tendencje, finanse globalne będą działać z walutami trójbiegunowymi; dolarem, jenem i, co nie mniej ważne, nowym euro: niespokojną trójką. Harmonogram Raportu Delorsa i prawdopodobnie również niektóre z jego zasadniczych zasad, wydawały się zagrożone wyrzuceniem za burtę podczas spekulacyjnych burz, które trwały okresowo od połowy 1992 r. do sierpnia 1993 r. Nawet Szwecja, zazwyczaj najbardziej stabilna gospodarka o solidnym pieniądzu, podniosła swoją oficjalną krótkoterminową stopę procentową we

wrześniu 1992 r. do 500 procent. Data 16 września 1992 r., kiedy międzynarodowi spekulanci zmusili Wielką Brytanię do opuszczenia Mechanizmu Kursów Walutowych, była początkowo nazywana „Czarną” Środą przez wąskich zwolenników solidnego pieniądza, ale później „Białą” lub „Jasną” Środą przez tych, którzy mieli szerszy pogląd na realia gospodarcze, ponieważ utorowała drogę do spóźnionego i znacznego spadku brytyjskich stóp procentowych, wystarczającego do ożywienia gospodarki po ponurym kryzysie z lat 1990–1992. Mniej niż rok później głodni i pełni nadziei spekulanci zwrócili uwagę na szereg innych walut, zwłaszcza franka, wymuszając pospieszną ogólną reorganizację ERM. Od 1 sierpnia 1993 r. oficjalne pasma walutowe zostały znacznie rozszerzone, z 21/4 procent do nawet 15 procent po obu stronach parytetu centralnego. Przy dopuszczalnych wahaniach do 30 procent między najsilniejszymi i najsłabszymi walutami (kolejny przypadek przekroczenia) dążenie do jednolitej waluty na razie szybko się cofnęło. Nawet bardziej niż rozpad systemu stałych kursów walutowych z Bretton Woods w 1971 r., zakłócenie ERM w latach 1992–1993 w sposób najbardziej niepokojący pokazało światowym władzom monetarnym i zbyt pewnym siebie planistom w Brukseli, że niewiele krajów, uzbrojonych w stosunkowo niewielkie rezerwy swoich banków centralnych, nawet gdy udaje im się, co bolesne, działać wspólnie, może wyróżnić się na tle ogromnych zasobów będących w dyspozycji międzynarodowych spekulantów, którzy chwytają się swoich zyskowych szans, gdy tylko kursy walutowe są postrzegane jako nierealne. Ich działania stanowią najbardziej pouczający przykład rosnącej globalnej suwerenności konsumenta, która znacznie ogranicza stopień suwerenności, jaką wcześniej cieszyły się krajowe władze monetarne. Coraz trudniej „przeciwstawić się rynkowi”. Zakładając, że banki centralne mogą być zazwyczaj największymi pojedynczymi operatorami, to jednak nawet oficjalne rezerwy Wielkiej Brytanii, które we wrześniu 1993 r. wynosiły 43 mld dolarów, stanowią niewiele więcej niż kroplę w morzu bilionów dolarów dziennie na rynku walutowym. Początek jednolitej europejskiej waluty, planowany z samozadowoleniem w latach 80., wydawał się w połowie 1993 r. odsunięty znacznie dalej, przynajmniej na wczesne lata następnego tysiąclecia. Taki był wówczas pogląd brytyjskiego rządu, a „linie uskoku” ERM zostały wyraźnie ujawnione przez rzadkie pojawienie się podpisanego artykułu premiera Johna Majora w *The Economist* (25 września 1993 r.). Taki pesymizm został zdecydowanie odrzucony przez większość pozostałych liderów WE, zwłaszcza kanclerza Kohla i prezydenta Mitteranda. Niewątpliwie liczba krajów chętnych i zdolnych do przyłączenia się do wewnętrznego jądra i jego wspólnej waluty będzie malała i, głównie, rosła, w typowy wahadłowy sposób, w miarę jak ich gospodarki będą się rozchodzić lub zbliżać. WE oficjalnie stała się „jednolitym rynkiem” bez barier dla kapitału, pracy, towarów lub usług od 1 stycznia 1993 r., podczas gdy traktat z Maastricht wszedł w życie od 1 listopada tego samego roku, potwierdzając harmonogram dla wspólnej waluty najpóźniej do końca 1999 r. Pomimo możliwego poślizgu, pęd w kierunku Europejskiej Unii Walutowej wydawał się zbyt duży, aby zatrzymać go na czas nieokreślony. Powtarzając za Montagu Normanem, psy szczekają, ale karawana porusza się dalej – tym razem mniej więcej w dobrym kierunku. Długa historia niemieckiej prawości finansowej została nagrodzona decyzją o utworzeniu siedziby Europejskiego Instytutu Walutowego – a ostatecznie Europejskiego Banku Centralnego – we Frankfurcie. Pierwszym szefem trafnie wybranym do Instytutu był Baron Alexandre Lamfalussy, belgijski dyrektor generalny Banku Rozrachunków Międzynarodowych, który przez długi czas działał jako quasi-bank centralny dla około trzydziestu bankierów centralnych i, ironicznie, został pierwotnie utworzony, jak opisano wcześniej, w 1930 r. w celu reorganizacji niemieckich reparacji. Jest boleśnie oczywiste, że zmiana z pieniądza narodowego na większe regionalne bloki pieniężne jest obarczona problemami, jak dotąd tylko częściowo rozwiązanymi. Jeszcze bardziej odległy cel jednolitego, uniwersalnego pieniądza wciąż kusi, wizja dla bezkrwawych obywateli świata i koszmar dla nacjonalistów. W międzyczasie rynki walutowe, na których Londyn prawdopodobnie nadal będzie odgrywał główną rolę, będą działać z trzema głównymi walutami: dolarem, jenem i nowym euro jako symbolem szerszej i głębszej integracji finansowej, gospodarczej, a prawdopodobnie także politycznej. Ocenę znaczenia nowszych wydarzeń przedstawiono poniżej.



