



## PIĘĆ MITÓW O DEFLACJI

Zdaniem niektórych ekonomistów, deflacja może wkrótce opanować światową gospodarkę, jeżeli przeciwdziałania polegające na pobudzaniu inflacji nie zostaną szybko podjęte. Pomijając fakt, iż zarówno strefa euro, jak i Wielka Brytania są jeszcze odległe od deflacji (obecnie inflacja wynosi ok. 2%), twierdzenie, że deflacja musi koniecznie doprowadzić do samonapędzającej się depresji, jest błędne.

Według ekonomistów szerzących strach przed deflacją, istnieje pięć mechanizmów, dzięki którym deflacja ma pogrążyć świat w spiralę dekonstrukcji. Po pierwsze, po rozpoczęciu deflacji, spadające ceny spowodują, iż ludzie będą odkładać konsumpcję, powodując dalszy spadek cen, co w rezultacie doprowadzi do kolejnego przesunięcia w czasie zakupów konsumentów i przedsiębiorstw, itd. Po drugie, spadek cen, połączony ze stałą nominalną wartością długów, doprowadzi do zwiększenia realnego zadłużenia firm i gospodarstw domowych, co dalej ogranicza ich wydatki (dzieje się tak w Japonii od 1990 r.). Po trzecie, nominalne stopy procentowe nie mogą spaść poniżej zera, ponieważ przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe mają zawsze możliwość trzymania gotówki, która ma zerową stopę. Banki nie mogą zatem zaoferować depozytorom stóp procentowych poniżej zera, a w rezultacie, nie mogą oferować kredytobiorcom ujemnych stóp procentowych. Wobec tego, popyt na pożyczki zmniejszy się, powodując kurczenie się sektora bankowego, a za nim całej gospodarki. Po czwarte, ponieważ nominalne stopy procentowe nie mogą być ujemne, banki centralne, dla których obniżka stóp procentowych jest narzędziem kluczowym do stymulowania gospodarki, będą bezsilne w przeciwdziałaniu deflacji. Po piąte, przy spadających cenach i zerowych nominalnych stopach procentowych, realne stopy procentowe będą stale rosnąć, wzmacniając intensywność deflacji.

Jednak wszystkie opisane powyżej efekty deflacji są bądź mało znaczące, bądź są rezultatem niższej od spodziewanej inflacji (co zdarza się często podczas dezinflacji), lub też mają miejsce z powodu braku dostosowania instytucji do potencjalnie deflacyjnego świata. *Nie* są one koniecznym rezultatem spadających cen.

Dla przykładu, doświadczyliśmy spadku cen nominalnych w branży komputerowej i telekomunikacyjnej przez dekadę – i chociaż możemy zastanowić się dwa razy czy kupić nowy komputer, w końcu dokonujemy zakupu. Zdajemy się nie odkładać w ogóle międzynarodowych rozmów telefonicznych (których ceny zaczynają znacznie spadać). Jest to spowodowane faktem, iż jest bardzo trudno odłożyć w czasie konsumpcję wielu usług (np. usługi fryzjerskie, doradztwo podatkowe) i, biorąc pod uwagę, że usługi stanowią trzy czwarte wielu rozwiniętych gospodarek, duża część działalności gospodarczej będzie chroniona przed znacznymi opóźnieniami w konsumpcji.

Co więcej, zadłużenie realne wzrasta nie tylko wraz ze spadającymi cenami, ale przy *każdym* rozminięciu się inflacji faktycznej z przewidywaną. Jest to jeden z ważnych czynników powodujących recesję podczas dezinflacji.

Nie jest również prawdą, że stopy procentowe nie mogą spaść poniżej zera. Przedsiębiorstwa nie mogą trzymać milionów czy miliardów dolarów w gotówce w swoich lokalach z powodów bezpieczeństwa. Podobnie, gospodarstwa domowe nie mogą trzymać tysięcy lub dziesiątek tysięcy dolarów w portfelu lub szafie. Jeżeli koszty trzymania pieniędzy w skarbcach i bezpiecznego fizycznego przewożenia ich w celu dokonania płatności są wyższe niż ujemna nominalna stopa procentowa, którą pobierałyby banki za opiekę nad depozytami i dokonywania przelewów, płacenie bankom za zabezpieczenie i transfer pieniędzy okazałoby się do zaakceptowania dla depozytorów.

Jeżeli banki będą opłacane za trzymanie depozytów, będą mogły *wypłacać* odsetki za udzielane pożyczki, dopóki będą one niższe niż odsetki otrzymywane z depozytów - uwzględniając wszystkie koszty (włącznie z ryzykiem kredytowym). Obligacje mogą również być obciążone ujemną stopą procentową. Przy wykupie papieru wartościowego otrzymywałoby się mniej pieniędzy niż zapłaciło się przy kupnie.

Problem nie dotyczy więc niemożliwości istnienia ujemnych nominalnych stóp procentowych, lecz ujemnych nominalnych stóp niższych od kosztów składowania i przewożenia gotówki. W gospodarce takiej jak amerykańska, gdzie gotówka stanowi 2% rocznego PKB, możliwości składowania gotówki są bardzo niskie, więc cena takiego składowania byłaby wystarczająco wysoka, aby dopuścić możliwość wystąpienia ujemnych stóp procentowych od depozytów do kilku procent rocznie.

Reasumując, lekka deflacja (1-3% rocznie) nie powinna być powodem do obaw. Istotnie, większość świata doświadczyła takiego okresu przez ostatnie trzy dekady XIX wieku. Ceny spadały wtedy w sposób ciągły, a mimo to miał miejsce pokaźny wzrost. Był to złoty okres "standardu złota". Jest możliwe, że takie procesy zachodzą obecnie. Ci, którzy ostrzegają, że Stany Zjednoczone może już doświadczać deflacji (ponieważ indeksy cenowe zaniżają poprawy jakościowe o 1-2%), zapominają, iż konsekwencją powyższej tezy jest także zaniżanie tempa wzrostu PKB o 1-2%. Mielibyśmy obecnie cztero- a nawet pięcioprocentowy wzrost przy zerowej inflacji w Stanach Zjednoczonych w tym roku. Nie brzmi to tak źle.

Oczywiście, głęboka deflacja, taka jakiej świat doświadczył podczas Wielkiego Kryzysu, stanowiłaby zupełnie inny problem. W tamtym okresie, w Stanach Zjednoczonych ceny spadały po około 10% rocznie. Jednakże bardzo szybkie spowolnienie inflacji może również być destruktywne.

Należy także nadmienić, że po czterech dekadach tendencji inflacyjnych, niektóre kluczowe instytucje nie są przystosowane do działania w potencjalnie deflacyjnym świecie. Dla przykładu, zakaz finansowania deficytów rządowych przez Europejski Bank Centralny musiałby zostać zniesiony, umożliwiając wpompowanie gotówki do gospodarki jeżeli nominalne stopy procentowe nie mogłyby z jakiegoś powodu spaść odpowiednio nisko poniżej zera aby uniknąć zbyt wysokich realnych stóp procentowych.

Na koniec warto zaznaczyć, że nie jest teoretycznie niemożliwe, by nałożyć ujemne stopy procentowe nawet na gotówkę. Rząd mógłby nałożyć opłatę na płacenie podatków gotówką. Ponieważ gotówka czerpie swoją wartość z gotowości rządu do akceptowania jej przy regulowaniu należności podatkowych, taka opłata spowodowałaby deprecjację gotówki w stosunku do płatności elektronicznych via banki.

Reasumując, możliwość ujemnych nominalnych stóp procentowych powoduje, iż spirala deflacyjno-depresyjna nie musi być konieczną konsekwencją spadku cen. Oczywiście, deflacja nie jest bardziej pożądana od inflacji, szczególnie że koszty związane z tworzeniem instytucji "dostosowanych do

deflacji” mogłyby być znaczące. Deflacja nie musi być jednak katastrofą i nie powinna być wymówką dla porzucenia niskiego poziomu inflacji, który świat uzyskał wielkim wysiłkiem w ciągu ostatnich 20 lat. W świecie i w Polsce jesteśmy na odległość wyciągnięcia ręki od stabilności cen która, jeżeli utrzyma się w długim okresie, zmieni zasadniczo stosunek ludzi do oszczędzania i ustanowi stabilne podwaliny pod inwestycje i długofalowy wzrost gospodarczy. Nie wolno nam wyrzucać tego drogiego osiągnięcia ze strachu przed wyimaginowanym zagrożeniem.

**Jacek Rostowski**

Jest profesorem ekonomii na Uniwersytecie Środkowoeuropejskim w Budapeszcie.  
Członek Rady Fundacji CASE.