

DEFLATION AS A THREAT TO AN ECONOMIC SAFETY
PROBLEM DEFLACJI JAKO ZAGROŻENIA DLA BEZPIECZEŃSTWA
EKONOMICZNEGO

Agnieszka Tomczak

Zakład Ekonomii

Wydział Administracji i Nauk Społecznych

Politechnika Warszawska

agnieszkabeatatomczak@wp.pl

ABSTRACTS

One of the dangers to economic safety comes from the disturbances in nominal economy. Subsequent, after the crisis of 2008, decrease of prices indicators in advanced economies as well as the troubles in implementing interest rates policy by the central banks, encourage to analyse the phenomenon of deflation. Deflation, contrary to inflation, has much more modest explanation in economic literature.

The main thesis of this text is that deflation is not strictly monetary phenomenon but results from global and country economic situation. The central banks should not be responsible so much to fight deflation up. Deflation should not be appreciated only negative since the drop of CPI or HICP down to -1%, if is not accompanied by GDP and employment decrease and speculation bubble, do not is dangerous to economic safety.

Istotnym zagrożeniem dla bezpieczeństwa ekonomicznego mogą być zaburzenia sfery nominalnej gospodarki. W związku z ponownym, od kryzysu 2007+, pojawieniem się obniżek wskaźników cenowych w krajach wysokorozwiniętych, jak i powstałych w związku z tym trudności z realizacją polityki stóp procentowych przez banki centralne, uzasadnione jest podjęcie analizy czynników wpływających na pojawienie się deflacji, zwłaszcza w jej uporczywej i powodującej koszty, „złej” postaci. O ile inflacja jest szeroko opisana w literaturze, a banki centralne wypracowały skuteczne instrumentarium w celu jej obniżania, o tyle deflacja doczekała się skromniejszej liczby opracowań, a pozbycie się jej jest nadal trudne.

Główną tezę artykułu jest stwierdzenie, że deflacja nie jest zjawiskiem ściśle pieniężnym, lecz wynikiem oddziaływania wielu elementów

globalnej i krajowej sytuacji gospodarczej, zaś banki centralne nie powinny być obciążone nieproporcjonalnie dużą odpowiedzialnością za jej zwalczanie. Od kilku lat banki centralne krajów wysokorozwiniętych stosują niekonwencjonalne instrumenty polityki i usiłują pobudzić akcję kredytową oraz wpłynąć na oczekiwania inflacyjne, aby osiągnąć cel inflacyjny na poziomie około 2%. Deflacji nie można oceniać wyłącznie negatywnie, a spadek CPI lub HICP do -1%, któremu nie towarzyszy obniżenie się PKB, zatrudnienia, wzrost złych długów ani bańka spekulacyjna, nie stanowi zagrożenia bezpieczeństwa ekonomicznego.

KEY WORDS:

Monetary Policy, deflation, liquidity trap, economic crisis

polityka pieniężna, deflacja, pułapka płynności, kryzys ekonomiczny

WPROWADZENIE

Pojęcie bezpieczeństwa w XXI wieku zostało rozszerzone, a nowe zagrożenia mają złożony charakter. Występuje ogromny wzrost zainteresowania tą problematyką, aż do wyodrębnienia się nowej dyscypliny naukowej – securitologii (Majer 2012, s. 242.). Bezpieczeństwo ekonomiczne zostało zakwalifikowane do elementów bezpieczeństwa społecznego, jako „ochrona dobrobytu państwa i jego obywateli” (Wawrzusin 2013, s. 149.). Wśród nich występują pojęcia bezpieczeństwa ekonomicznego wewnętrznego i zewnętrznego, które zaliczane są do czynników mających współcześnie pierwszorzędne znaczenie (Zawisza, Ćmiel 2012, s. 204.). Bezpieczeństwo jest powiązane bezpośrednio z ryzykiem, jak też „wiąże się dziś nie tyle z naturalnymi zagrożeniami, płynącymi z przyrody, ile z niepewnością, jaką sami stwarzamy”, a więc należy do zagrożeń społecznych (Ferszt-Piłat 2012, s. 115–117). Zagrożenia te są związane z odczuwaniem lęku w odróżnieniu od strachu, który dotyczy zagrożeń fizycznych (Pokruszyński 2013, s. 171.); bezpieczeństwo ekonomiczne jest związane z brakiem dyskomfortu w postaci lęku przed niekorzystną zmianą sytuacji bytowej. Budowa kultury zaufania i stabilności jest jednym z zadań współczesnego państwa. Banki centralne odpowiadają za stabilność siły nabywczej waluty, a ich polityka mieści się w szeroko pojętym systemie bezpieczeństwa społecznego. Ich zadaniem jest chronić społeczeństwo przed zbyt wysoką inflacją, jak również przed niepożądanym spadkiem poziomu cen.

Inflacja i deflacja stanowią dwa podstawowe zaburzenia pieniężne w gospodarce kapitalistycznej, a ich cechą jest to, że „(...) mogą się one rozwijać w ramach konkretnej gospodarki aż do punktu, w którym zakłócają istniejący porządek polityczny i społeczny i zagrażają stabilności i legitymizacji państwa” (Ingham 2011, s. 105.). W wieku XIX i na początku XX deflacja była dość częstym, lecz niegroźnym zjawiskiem. Sytuację zmieniła Wielka Depresja, w której deflacji towarzyszyły straty gospodarcze o niespotykanej skali. W latach 1950–1970 epizody deflacyjne zdarzały się sporadycznie. W latach 1970–1980 problem stanowiła wysoka inflacja. Została ona skutecznie stłumiona, od lat 90. XX wieku pojawiły się w niektórych krajach częstsze epizody deflacyjne, zaś w Japonii deflacja stała się stanem chronicznym. Obecnie zjawisko deflacji ponownie wzbudza zainteresowanie i uważana jest ona za zagrożenie, a przynajmniej zjawisko niekorzystne. Ze względu na zróżnicowane źródła deflacji i jej „zły” lub „dobry” charakter nie jest pewne, czy deflacji należy się zawsze przeciwstawiać. Deflacja „nadal stanowi sferę nieznaną dla decydentów gospodarczych” (Błaszczuk 2010/1, s. 5.). Władze monetarne starają się deflacji zapobiegać – cele banków centralnych są określone jako dodatni wskaźnik poziomu cen, a deflacja oznacza nieosiągnięcie celu. Zgodnie z teorią inflacja jest szkodliwa dla gospodarki, ale dopiero po przekroczeniu określonego poziomu (na ogół jest to 3–4%), zaś inflacja 1–2% jest uważana za bezpieczną, a nawet pożądaną (De Grauwe 2000, komentarz). Niewielka deflacja w większości przypadków nie wywołuje strat, jednak dla banków centralnych jest związana z obniżeniem nominalnych stóp procentowych do poziomu bliskiego lub równego zero, co pozbawia je możliwości wpływu na gospodarkę za pomocą obniżki stóp procentowych. Mimo że deflacja przejawia się w sferze nominalnej spadek cen dóbr i usług jest skutkiem zmian w sferze realnej (niższe koszty wytwarzania, konkurencja na rynkach dóbr, usług i pracy, nadpodaż dóbr, wyprzedaż aktywów), do których podaży pieniądza się dostosowuje.

W 2014 r. ponownie od kryzysu 2007+ zaobserwowano trendy spadkowe cen towarów i usług w krajach UE. Po raz pierwszy w Polsce, kraju uznanym za obszar o niskim ryzyku deflacyjnym (Kumar et al. 2003, s. 15), w lipcu 2014 r. odnotowano ujemny CPI. Te fakty uzasadniają podjęcie rozważań na temat zagrożenia bezpieczeństwa ekonomicznego w powodu deflacji.

KLASYFIKACJA I OCENA ZJAWISK DEFLACYJNYCH

Deflację można zdefiniować jako „ciągły spadek przeciętnego poziomu towarów i usług” (Rzońca 2004, s. 23.), przy czym powinien mu towarzyszyć spadek nominalnego produktu oraz spadek cen aktywów, by deflacja stwarzała zagrożenie dla bezpieczeństwa ekonomicznego. Niżej przedstawiono klasyfikację deflacji (Błaszczuk 2010/1, s. 22–23):

- „Good deflation” – towarzysząca wzrostowi gospodarczemu; wystąpiła w drugiej połowie XIX wieku, z przyczyn ekstensywnego rozwoju w gospodarkach powstałych poza Europą, postępu technologicznego, wydajności pracy i mobilności czynników produkcji; towarzyszyły im stabilne ceny aktywów. Obecnie przyczyny „dobrej deflacji” można odnaleźć w rozwoju przemysłu azjatyckiego i upowszechnianiu się postępu technicznego (zmniejszanie luki cywilizacyjnej i technologicznej), mobilności siły roboczej i kapitału.
- „Bad deflation” – wywołana negatywnym szokiem popytowym, towarzyszy jej recesja; wzrasta skłonność do trzymania gotówki z powodu wzrostu siły nabywczej pieniądza. Sztywne płace nominalne powodują wzrost płac realnych i spadek dochodów przedsiębiorstw, w rezultacie spada produkcja i zatrudnienie.
- „Neutral deflation” – o źródłach w szoku popytowym i konsekwencjach w nieznacznym spowolnieniu aktywności gospodarczej.
- „Uggly deflation” – skrajny przypadek złej deflacji, oznacza spiralę deflacyjną.

Do tego wykazu można dodać deflację wewnętrzną i zewnętrzną (przeniesioną).

W nawiązaniu do wymienionych klasyfikacji można wymienić kilka źródeł deflacji:

- pozytywny szok podażyowy,
- negatywny szok popytowy,
- wyższa stopa oszczędzania niż możliwości efektywnego inwestowania (Solarz 1999, s. 5),
- pułapka płynności (stopy procentowe bliskie zeru),
- pęknięcie bańki spekulacyjnej na rynkach aktywów,
- aprecjacja waluty krajowej,
- przyczyny leżące w wyborze polityki ekonomicznej – liberalizacja, deregulacja.

Pozytywny szok podażyowy dotyczy sytuacji, gdy producenci doświadczają spadku cen czynników produkcji wskutek postępu technicznego,

wzrostu mocy produkcyjnych i efektów skali oraz wzrostu wydajności pracy, co w połączeniu z globalną konkurencją na rynkach towarów i usług powoduje spadek cen. Tego typu szok jest przyczyną potaniaenia wielu dóbr w ostatnim ćwierćwieczu.

Negatywny szok popytowy może mieć kilka źródeł, z których jako główne wymienia się niespłacone długi. Zadłużeni inwestorzy i konsumenci zmuszeni są ponosić zwiększone koszty obsługi długu, co obniża ich bieżącą zdolność do realizowania wydatków. Negatywny szok popytowy może mieć także przyczyny psychologiczne (pesymizm, wzrost niepewności), które mogą przybrać postać „histerii społecznej” (Samaryna 2010, s. 20–27). Jako przyczynę wskazuje się również (Flassbeck 2013, s. 69–77) zbyt niski, w stosunku do wydajności pracy, poziom płac. Spadek kosztów płac pozwala na podniesienie konkurencyjności, ale hamuje popyt ze strony nisko opłacanych pracowników. Wzrost podaży pieniądza, jaki usiłują spowodować banki centralne krajów wysokorozwiniętych po kryzysie 2007+, nie wywoła inflacji na rynku dóbr i usług dopóty, dopóki nie przełoży się na wzrost płac, a wzrost płac jest hamowany przez globalną konkurencję pracowników, spadek popytu na pracę w wyniku zastępowania jej wysoką technologią oraz brak formalnego uzasadnienia indeksacji płac z powodu niskich wskaźników inflacji. Zaznacza się spadek płac pracowników najemnych i ich udziału w PKB – w 2005 r. w porównaniu z latami 1960., a w krajach G7 różnica wyniosła średnio -4,5%, (Husson 2011, s. 17–18).

Inną przyczyną wstrzymywania popytu konsumpcyjnego jest kumulowanie przez ludność oszczędności z powodu braku zabezpieczenia społecznego ze strony państwa, jak to ma miejsce w rozwijających się krajach Azji. Państwa azjatyckie akumulują także nadmierne rezerwy dewizowe.

Keynesowska pułapka płynności jest przedefiniowana na współczesny użytek jako „niemożność (albo przynajmniej silne ograniczenie możliwości) wpływania na podaż pieniądza przez bank centralny” (Rzońca 2004, s. 38.). Z kolei „problem zerowej dolnej granicy dla stóp procentowych” (ZLB) powoduje wzrost popytu na gotówkę (Wojtyna 2001), co oznacza wpływ pieniądza poza system bankowy. Banki centralne powinny unikać nadmiernie niskich stóp procentowych, ponieważ mogą utracić wpływ na mnożnik pieniężny i podaż pieniądza.

Kolejną przyczyną deflacji to pęknięcie bańki spekulacyjnej na rynku aktywów. Niskie stopy procentowe w połączeniu z pojawieniem się znaczących innowacji skłaniają inwestorów do zakupu aktywów o rosnących cenach. Przykładem jest „euforyczny” sektor finansowy lat 90.XX w.

związany z rozwojem rynku derywatów (Reines, Leathers 2008, s. 173.). Ich zastosowanie w odniesieniu do rynku nieruchomości (swapy zabezpieczające przed niewypłacalnością dłużnika – *CDS credit default swaps*) rozpoczęły kryzys 2007+ i trend deflacyjny.

Aprecjacja waluty (np. skutek trwałej nadwyżki w bilansie płatniczym) daje efekt deflacyjny, jest też związana ze wzrostem rezerw dewizowych. By odwrócić tendencję, należałoby spowodować odpływ kapitału za granicę, a także pogorszyć saldo bilansu handlowego, co intuicyjnie nie wydaje się dobre dla gospodarki. Innym sposobem jest podwyżka poziomu płac (spadek konkurencyjności) i pobudzenie konsumpcji krajowej, w tym realizowanej za pomocą importu, co pomogłoby zlikwidować nawis deflacyjny.

Jak dotychczas żaden bank centralny nie ogłosił celu w postaci spadku któregośkolwiek wskaźnika cenowego poniżej zera. Także ustalenie celu inflacyjnego na poziomie zbyt niskim (0%– 1%) może przyczynić się do wystąpienia deflacji, a zwłaszcza sprzyjać zbyt niskim stopom procentowym. W strefie euro i w USA ustalono średniookresowy cel inflacyjny na poziomie 2%, co jest uznane w wielu innych państwach za poziom optymalny. Zbyt niska docelowa inflacja wskazywana była jako błąd w polityce monetarnej Japonii w latach 90. XX w. (Siklos 2005, s. 526.). Niezależność banków centralnych, konsekwentne tłumienie inflacji w ciągu minionych 30 lat, niskie cele inflacyjne i zakotwiczone na nich oczekiwania, obniżanie oficjalnych stóp procentowych do prawie zerowego poziomu wskazują jednak na pewien udział banków centralnych w pojawieniu się trendów deflacyjnych. Decydujące znaczenie dla obniżania się cen krajowych miały trendy cenowe na rynkach światowych (Rybiński 2011, s. 173.), więc banki centralne miały ułatwione zadanie.

Wobec tak licznych źródeł deflacji powstaje pytanie, które czynniki stanowią istotne zagrożenie bezpieczeństwa ekonomicznego państwa. Złożoność problemu nie pozwala udzielić prostej odpowiedzi – do wystąpienia „złej” deflacji prowadzi połączenie kilku niekorzystnych okoliczności. Groźny impuls daje pęknięcie baniek spekulacyjnych na rynkach aktywów, kumulacja złych długów, a w dłuższym okresie nienadążanie płac za wzrostem wydajności pracy, bezrobocie, pesymizm konsumentów i inwestorów. Nowym zjawiskiem w XXI w. jest deflacja w państwach o wysokim zadłużeniu publicznym (które w teorii ekonomii jest przedstawiane jako inflacjogenne).

KONSEKWENCJE DEFLACJI

Skutki deflacji mogą być pozytywne lub negatywne, co się wiąże z jej przyczynami. Negatywne następstwa to (za: Rzońca 2004 cz. 1., s. 26–27):

- zaburzenia struktury cen względnych,
- spadek wydatków inwestycyjnych w przedsiębiorstwach (ujemny wpływ deflacji na przychody i nadwyżkę finansową brutto),
- koszty „zmiany menu”,
- wzrost udziału kosztów pracy (przy sztywnych płacach) w wartości dodanej, po czym redukcja zatrudnienia,
- spadek popytu konsumpcyjnego wskutek wzrostu realnego zadłużenia gospodarstw domowych,
- spadek skłonności do udzielania kredytów i możliwości ich zaciągania (problemy z płynnością, z zabezpieczeniem kredytów na aktywach),
- zniechęcenie do tworzenia nowych aktywów, wskutek spadku ich rynkowych cen,
- ryzyko kryzysu finansowego,
- negatywny wpływ na nominalne dochody budżetowe z podatków,
- bliskie zera nominalne stopy procentowe, „pułapka płynności”.

Deflacja ma także pozytywne następstwa:

- Konsumenci mają dostęp do wielu dóbr po niższych cenach, rosną ich realne dochody, upowszechniają się dobra wyższego rzędu i zaawansowane technologicznie.
- Można kupić i wynająć taniej nieruchomości.
- Jeśli podmiot posiada zdolność kredytową, po spadku stóp procentowych może uzyskać kredyt niżej oprocentowany (przynajmniej nominalnie).
- Presja konkurencyjna sprzyja opracowaniu innowacji technologicznych i produktowych, które dopóki się nie upowszechnią, dopóty mają ceny wyższe od dóbr, które już są na rynku.

Specyficzny problem stanowią ceny aktywów. Popyt zależy tu od cen, ale w inny sposób niż na rynkach dóbr i usług. Krzywa popytu na aktywa jest na większości swojej długości dodatnia względem poziomu cen (zarówno krzywa podaży aktywów, jak i popytu na nie są dodatnio nachylone dopóty, dopóki ceny aktywów nie przekroczą punktu, w którym następuje spadek popytu – „zagięcie” krzywej w lewo), zaś poziomów cen równoważących rynek może być kilka (King, w: Siklos 2005, s. 240.). Dopiero przy bardzo wysokich cenach aktywów popyt spada (krzywa popytu na aktywa wygląda podobnie, jak hipotetyczna krzywa indywidualnej

podąży pracy – ma kształt „leżącego na boku” rozwartego „U”, którego wypukłość jest zwrócona w prawą stronę). Pęknięcie bańki spekulacyjnej napędzanej kredytami grozi „złą” deflacją.

INSTRUMENTY ZAPOBIEGANIA DEFLACJI I ZWALCZANIA JEJ

Można wymienić szeroki katalog instrumentów zapobiegania deflacji i zwalczania jej:

- polityka pobudzania popytu, promowanie optymizmu w zakresie aktywności gospodarczej i konsumpcyjnej, wzrost wydatków budżetowych, wzrost płac,
- ogłaszanie przez władze monetarne celu inflacyjnego na poziomie wyższym niż 1%, zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych znacznie powyżej zera,
- restrukturyzacja kredytów (pozbycie się „złych długów”),
- wprowadzenie podatku od wkładów oszczędnościowych,
- wprowadzenie ulg podatkowych na inwestycje i dla ludności na określone wydatki,
- podniesienie podatków pośrednich,
- ochrona producentów krajowych przed konkurencją cenową z zewnątrz,
- stosowanie niekonwencjonalnych metod w polityce pieniężnej – skup aktywów przez bank centralny,
- promowanie lokowania oszczędności w aktywach rynkowych zamiast w gotówce czy na rachunkach bieżących,
- restrukturyzacja gospodarki.

Instrumenty te wiążą się z ekspansją monetarną i fiskalną, przy czym ważna jest koordynacja obu polityk. Niestety, większość postulatów nie brzmi zbyt rozsądnie – grożą moralnym hazardem, podniesieniem kosztów produkcji, zmniejszeniem wymiany towarowej z zagranicą, większym deficytem budżetowym, rozdęciem bańki spekulacyjnej, odpływem kapitału za granicę, albo wywołują ryzyko wysokiej inflacji w przyszłości. Walka z deflacją jest trudna: wymaga osunięcia tych lęków i zmiany podejścia na mniej ortodoksyjne.

WYBRANE POGLĄDY NA TEMAT SPADKU POZIOMU CEN I „RZECZYWISTOŚĆ DEFLACYJNA”

Na temat deflacji wypowiadało się wielu znanych ekonomistów, w tym T. Veblen, I. Fischer, A. Schumpeter i H. Minsky (Reines, Leathers 2008). Przeprowadzono wiele analiz deflacji i pojawiania się stóp procentowych bliskich zeru (ZLB, *zero lower bound*) w pierwszych latach XXI w. oraz po kryzysie finansowym 2007+. ZLB aktualnie dominuje w publikacjach nad samą deflacją, gdyż przy wysokim zadłużeniu publicznym usiłuje się zaktywizować gospodarkę dzięki polityce monetarnej, a tu pojawiła się bariera zerowej granicy stóp procentowych. Niżej krótko przedstawiono poglądy z wybranych prac dotyczących przypadków deflacji.

Jednym z badanych przypadków jest deflacja japońska: „użycie potężnej broni polityki pieniężnej, jaką jest zakup krótkoterminowych papierów rządowych na otwartym rynku przez Bank Japonii nie jest już skuteczne, ponieważ przez zerową stopę procentową od gotówki i zero odsetek od krótkoterminowych papierów rządowych stały się one obecnie doskonałymi substytutami” (Fukao 2003, s.11.). Pesymistyczne przewidywania prof. Fukao w całości się nie sprawdziły (przewidywał ucieczkę kapitału zagranicznego z Japonii i dużą podwyżkę stóp procentowych), niektóre stały się faktem (kolosalny wzrost długu publicznego), wcielono też w życie część sformułowanych przez niego postulatów: rząd powinien wyznaczyć i podać do publicznej wiadomości, że Bank Japonii realizuje cel inflacyjny około 1,5% inflacji cen konsumpcyjnych +/- 1% rocznie w perspektywie trzech lat (cel został ustalony w dłuższej perspektywie na 2%), oraz że należy umożliwić BoJ zakup dowolnych papierów wartościowych, za kwotę do kilku bilionów jenów miesięcznie.

Tab. 1. Częstotliwość występowania deflacji w poszczególnych latach*

Miara / okres	1801-1879	1880-1913	1914-1949	1950-1969	1970-1989	1990-2002
Średnia	40,9	36,7	32,3	10,7	1,1	4,4
Mediana	42,8	35,9	30,6	7,5	0,0	0,0

* Definiowana jako odsetek negatywnych rocznych zmian w proporcji do wszystkich dostępnych danych indeksu cen w każdym odcinku czasu. Uwzględniono 36 gospodarek państwowych i strefę euro, przy czym dane dla wszystkich krajów dostępne są dopiero od 1970 r.

Źródło: (Borio, Filardo 2006, s. 28.).

Przypadki deflacji w XIX i XX wieku zostały poddane szczegółowej analizie (Borio, Filardo 2004 i 2006), prezentującej obszerny materiał o epizodach deflacyjnych w krajach, dla których uzyskali wystarczający zakres danych. Jak widać w tabeli 1., w ciągu ponad 200 lat liczba epizodów deflacyjnych spadała, poza ostatnim okresem. W przedziale czasowym 1990–2002 epizody deflacyjne odnotowało siedem gospodarek (liczby stanowią procent wszystkich uwzględnionych okresów): Japonia (38,5), Szwecja (7,7), Chiny (23,1), Hongkong SAR (30,8) (szczegółowa analiza dla HK SAR w: N'Diaye 2003), Singapur (15,4), Tajwan (15,4), Argentyna (23,1), przy czym trzy z nich to Chiny i kraje charakteryzujące się zależnością gospodarczą od nich – HK SAR i Tajwan. Analiza obejmuje związki podstawowych wskaźników gospodarki chińskiej i USA z PKB oraz poziom cen (deflację) w grupie krajów azjatyckich (Hongkong SAR, Malesja, Korea, Filipiny, Singapur, Tajwan oraz Tajlandia) od stycznia 1996 do marca 2002. Zmiany w tempie PKB i poziomie cen okazały się w większym stopniu zależne od zmian w USA niż w Chinach, zwłaszcza w Tajlandii, Malesji, Korei i na Filipinach. Przeprowadzono także analizę zależności dla zmian PKB i poziomu cen w tym rejonie, wychodząc z założenia, że współwystępowanie deflacji może wynikać z silnych więzi gospodarczych (Genberg 2005), a Argentyna przechodziła wielki kryzys gospodarczy i walutowy. Ponadto zdecydowanie przeważały epizody „dobrej” deflacji nad deflacją „złą” i „brzydką”, które zdarzały się wyjątkowo (Borio, Filardo 2006, s. 35.) i były w większości wyodrębnione z lat Wielkiej Depresji.

Autorzy wymienionych opracowań wyrażają pogląd, że współczesne obawy deflacyjne wydają się przesadzone i że przy obecnych systemach kursowych oraz celach polityki pieniężnej trudno sobie wyobrazić powtórzenie „złej” deflacji z lat 30.XX w.

Wśród negatywnych następstw deflacji dla poziomu aktywności gospodarczej podkreślana jest rola sztywności nominalnych, w tym: płac, zadłużenia i ZLB (Borio, Filardo 2004, s. 8.). Ponieważ oprocentowanie aktywów pozbawionych ryzyka nie może spaść poniżej zera, po osiągnięciu dolnej granicy przez stopę procentową, gotówka i obligacje różnią się przyszłą rentownością tylko wskutek różnic w oczekiwaniach. Jeśli oczekiwania deflacyjne są mocno zakorzenione, bank centralny może stracić kontrolę nad realną stopą procentową i nie móc oddziaływać w kierunku ożywienia gospodarczego za pomocą stóp procentowych. Zapobieganie tym zjawiskom to ogłoszenie wyższego celu inflacyjnego i systematyczny skup aktywów rynkowych przez bank centralny. Alternatywami dla

polityki stóp procentowych w warunkach ZLB mogą być: zwiększenie podaży pieniądza przez skup papierów wartościowych, skup walut, udzielanie kredytów przez bank centralny oraz emisja pieniądza jako *money rains*; oddziaływanie przez oczekiwania – realizacja strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, sprzedaż opcji, realizacja celu agregatowego, zobowiązanie do utrzymania zerowych stóp procentowych; zmiana kosztów posiadania pieniądza – pobieranie podatku od pieniądza banku centralnego (Musielak-Linkowska 2007, s. 46.).

Analiza wpływu struktury terminowej długu publicznego i struktury terminowej operacji Fed (2000–2007) na możliwość obniżki długoterminowych stóp procentowych w środowisku ZLB w USA wykazała, że taki wpływ może mieć nawet sama władza fiskalna, bez udziału banku centralnego, dzięki manewrowaniu terminową strukturą długu publicznego (Hamilton, Wu, 2011).

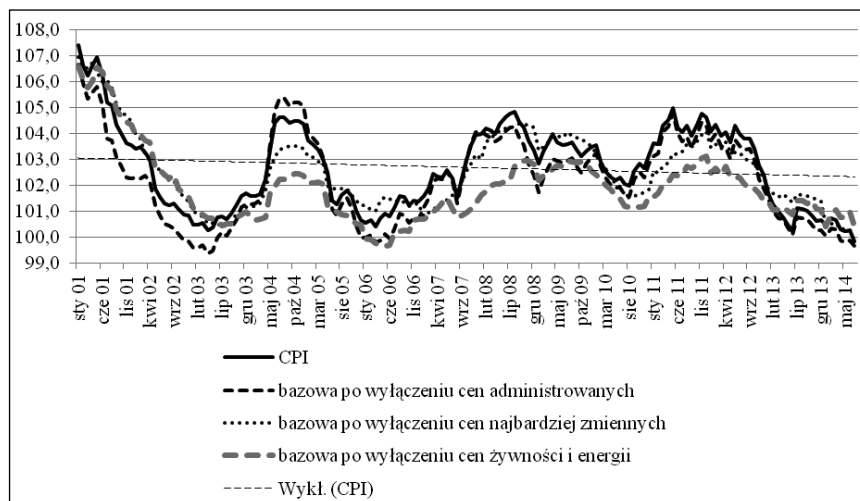
Interesujące jest zagadnienie faktycznej restrykcyjności lub ekspansywności polityki pieniężnej. W pracy dotyczącej Stanów Zjednoczonych (Lombardi, Zhu 2014) wykorzystano informacje o stopach rentowności skarbowych papierów dłużnych o zróżnicowanych terminach zapadalności, *OIS spread* (*overnight indexed swap 3 month LIBOR spread*, wskaźnik dostarczający informacji o oczekiwaniach rynku wobec stopy funduszy federalnych), agregatach pieniężnych i zmianach w bilansie Rezerwy Federalnej, konstruując wskaźnik nazwany *shadow federal funds rate* (SFFR). Uzyskali pełniejsze niż ukazane przez same zmiany stóp procentowych funduszy federalnych odzwierciedlenie oddziaływania polityki pieniężnej Fed, uwzględniając specjalne programy kredytowe i przekształcenia struktury terminowej operacji zakupu i sprzedaży aktywów banku centralnego. Wskaźnik porównali z faktyczną stopą funduszy federalnych w okresie styczeń 1970–grudzień 2013 i zinterpretowali „pełną” politykę pieniężną Fed (właściwa – zbyt łagodna – zbyt surowa). Szczególną uwagę poświęcili okresowi 2008–2013: ujemna SFFR obowiązywała od grudnia 2008 do marca 2010, a następnie od października 2010 do końca 2013 (tu kończy się badanie). Najbardziej ekspansywna polityka miała miejsce w 2011 r., dla którego średnia SFFR wynosiła -3,4%, a najniższa była w sierpniu 2011 i wynosiła aż -5,2%. Nasilenie niekonwencjonalnej polityki pieniężnej w USA przypadło właśnie na 3. i 4. kwartał 2011 roku (najsilniejszy w okresie 1970–2013 szok monetarny). Polityka pieniężna w USA w 2013 r. miała podobny stopień łagodności jak w 2001 r., przy czym w latach 2001–2006 była ona zbyt akomodacyjna, na co miały wpływ czynniki zewnętrzne (Geenspan 2008, s. 422–443). Wskaźnik

SFFR pozwala pełniej ocenić stopień restrykcyjności/ekspansywności polityki w środowisku ZLB i przy uwzględnieniu metod niekonwencjonalnych. Z analizy wyniku wniosek, że bank centralny nie musi utracić możliwości oddziaływania na gospodarkę w warunkach ZLB.

TRENDY DEFLACYJNE W POLSCE I W EUROPIE

Jak wynika z danych GUS i NBP, w Polsce od stycznia 2001 r. do lipca 2014 r. wystąpiły trzy epizody deflacji w lekkiej postaci. Były to (wykres 1., dane NBP): listopad 2002–maj 2003 (inflacja bazowa po wyłączeniu cen administrowanych), styczeń 2006–czerwiec 2006 (inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii, a w marcu i kwietniu także po wyłączeniu cen administrowanych) oraz od kwietnia 2014 do ostatnich danych za lipiec 2014 – inflacja bazowa po wyłączeniu cen administrowanych a także – po raz pierwszy – CPI w lipcu tego roku. Trend wskazuje na spadek inflacji z poziomu średnio 3% na początku okresu do poziomu nieco wyższego niż 2% w połowie 2014, co przy celu inflacyjnym CPI na poziomie 2,5% (+/- 1 p. proc.) oznacza, że w długim okresie inflacja w Polsce utrzymywała się w przedziale celu. Amplituda wahań wskaźników inflacji zmniejszyła się. Biorąc pod uwagę spadkowe trendy cenowe w Europie i sytuację w rolnictwie latem 2014 r. (embargo rosyjskie), nie wskazuje

Rys. 1. Inflacja w Polsce – CPI i bazowa



to na zagrożenie „złą” deflacją. NBP utrzymuje dość wysokie, nominalne i realne stopy procentowe, czyli problem ZLB nie występuje. Podstawowa stopa procentowa od września 2012 r. utrzymuje się na poziomie 2,5%, (przed kryzysem 2007+ wynosiła 6%), a więc z powodu spadku inflacji w ujęciu realnym rośnie (we wrześniu 2012 CPI wyniósł 3,8%, a więc stawka referencyjna „przynosiła” wtedy -1,3% w ujęciu realnym).

Porównując te wskaźniki z wcześniejszym badaniem zagrożenia deflacją w Polsce dla okresu 2000–2008 (Błaszczuk 2010/1), posługując się wskaźnikiem bazującym na 11 czynnikach ryzyka MRD (miara ryzyka deflacyjnego), wyciągając wniosek o minimalnym lub niskim ryzyku deflacji, można stwierdzić, że praktyka to potwierdziła, przy czym epizody deflacyjne (raczej niegroźne) jednak się pojawiają.

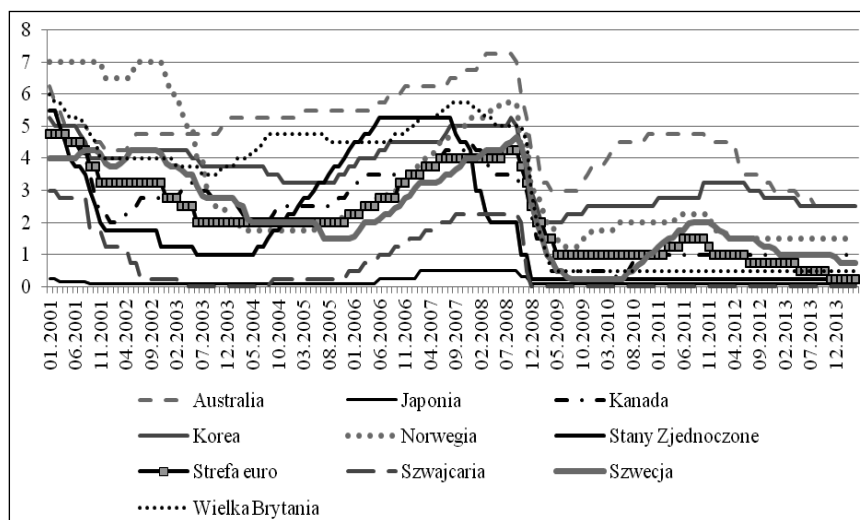
W strefie euro (dane z: www.ecb.europa/stats/prices), począwszy od roku 2001, deflacja, która objęła więcej niż 1–2 kraje, wystąpiła dwukrotnie: w 2009 – jako wynik kryzysu finansowego, a później – począwszy od listopada 2013, w 2014 r. Sporadycznie dochodziło do deflacji w niektórych państwach: w 2004 i 2005 r. – w Finlandii (łącznie przez pięć miesięcy; „dobra” deflacja). Rok 2006 był wolny od deflacji, zaś w 2007 wystąpiła na Malcie (przez cztery miesiące); w 2008 roku deflacji nie było w żadnym kraju strefy euro. Problem dał o sobie znać w ostrej formie w 2009 r. (poniżej wymieniono państwa z deflacją, szczególnie dotyczyła krajów PIGS i gospodarek opartych na usługach finansowych):

- marzec: Hiszpania, Irlandia, Luksemburg;
- kwiecień: Irlandia, Hiszpania, Luksemburg, Portugalia;
- maj: Belgia, Irlandia, Hiszpania, Francja, Luksemburg, Portugalia;
- czerwiec: Belgia, Irlandia, Hiszpania, Francja, Luksemburg, Austria;
- lipiec: Belgia, Irlandia, Hiszpania, Francja, Włochy, Cypr, Luksemburg, Holandia, Austria, Portugalia;
- sierpień: Belgia, Niemcy, Irlandia, Hiszpania, Francja, Cypr, Luksemburg, Portugalia;
- wrzesień: Belgia, Niemcy, Irlandia, Hiszpania, Francja, Cypr, Luksemburg, Portugalia;
- październik: Belgia, Niemcy, Irlandia, Hiszpania, Francja, Cypr, Luksemburg, Malta, Portugalia, Słowacja;
- listopad: Irlandia, Malta, Portugalia;
- grudzień: Irlandia, Malta, Portugalia

W roku 2010 nie było spadku cen, zaś w 2011 roku deflacja wystąpiła na Słowacji (styczeń, luty), a przez wszystkie miesiące z wyjątkiem kwietnia – w Irlandii. W latach 2011–2012 nie było deflacji w strefie euro, za to

w 2013 w pułapkę deflacyjną wpadła Grecja (marzec–grudzień), spadek cen wystąpił na Cyprze (październik–grudzień) i w Irlandii (październik). Problem deflacji powrócił w 2014 r. (dane do czerwca); bardzo niski HICP dla całej strefy (0,8% → 0,5%) oraz spadek cen w Grecji, na Cyprze, w Portugalii i Słowacji.

Rys. 2. Podstawowe stopy procentowe banków centralnych



W okresie kryzysu finansowego i zadłużeniowego EBC zastosował środki standardowe (14 obniżek stóp procentowych, podstawowa stawka spadła z 3,75% do 0,15%) oraz niekonwencjonalne (skup aktywów), zaś w czerwcu 2014 r. ujemną stopę procentową od depozytów (-0,1). Obserwując stopy procentowe banków centralnych (rys. 2.; źródło danych to oficjalne strony internetowe banków centralnych państw; ze względu na przejrzystość rysunku i dostępność danych wybrano państwa OECD, których problem dotyczył, zaś Australia, Norwegia i Korea znalazły się tam dla porównania; Danii nie uwzględniono – korona duńska związana z euro; w pozostałych krajach OECD oraz w państwach BRIC problem ZLB nie występował)) można stwierdzić, że problem ZLB dotyczy przede wszystkim strefy euro, USA, Japonii, Szwajcarii i Szwecji. Na rysunku widoczna jest „wyprzedzająca” rola decyzji Fed w odniesieniu do innych banków centralnych. W 2012 r. realne krótkoterminowe stopy procentowe były ujemne w 22 z 30 krajów ujętych w statystykach OECD (informacja

na podstawie jeszcze nieopublikowanego badania własnego autorki), więc spadek poziomu cen oznacza podwyżkę realnych stóp procentowych do dodatnich wielkości.

Jak prezentuje się sytuacja w głównych gospodarkach świata? Deflację w ujęciu rocznym (mierzoną CPI lub HICP) odnotowano w Argentynie (2000–2001), Japonii (2000–2003; 2005; 2009–2011); Izraelu (2004), w krajach nadbałtyckich: Litwie (2002), Estonii (2009) i Łotwie (2010); w 2009 r. dotknęła ona (poza już wymienionymi krajami strefy euro): USA, Wielką Brytanię, Chiny i Szwecję, a w latach 2012–2013 Szwajcarię. Jak wynika z danych GUS (wnioski na podstawie: stat.gov.pl/statystyka/miedzynarodowa/porownania-miedzynarodowe/tablice-o-krajach-wedlug-tematow/finanse), niski poziom cen i pułapka płynności (ZLB) może dotyczyć w 2014 r., gospodarek takich krajów jak: Szwajcaria, Szwecja, Japonia, Wielka Brytania, Stany Zjednoczone, strefa euro, Czechy, Litwa, Bułgaria. Pomijając małe kraje UE spoza strefy euro, są to główne gospodarki wysoko uprzemysłowane. Uzasadniony wydaje się pogląd, że deflacja może się stać zagrożeniem, jeśli nastąpi wyprzedaż aktywów (poziomy indeksów akcji latem 2014 r. w USA są rekordowe).

Czy obecne trendy deflacyjne staną się trwałe? Badania przeprowadzone na podstawie ISR (*Inflation Rate Swaps*) w okresie 23 lipca 2004 – 5 października 2012, dla okresów zapadalności od 1 roku do 30 lat, dowodzą, że oczekiwania deflacji – pojawiające się jedynie w części obserwacji – występowały dla roku lub kilku lat; prawdopodobieństwo wystąpienia deflacji w ciągu roku było oceniane z dużą rozbieżnością, ale generalnie dość wysoko (około $\frac{1}{4}$), zaś zdecydowanie zmniejszyło się w miarę wydłużania okresu zapadalności instrumentu; w okresie 10–30 lat oczekiwana była inflacja na poziomie około 2,5% (Fleckenstein, Lustig 2013). Jeśli te oczekiwania są racjonalne, deflację można uznać za przejściowe zjawisko, a w długim okresie gospodarka wróci na „zwykłą”, wskazywaną przez banki centralne jako właściwą, ścieżkę inflacyjną.

Analizując długo- i średniookresowe trendy w krajach OECD (wnioski na podstawie danych z: data. OECD.org/price/inflation-cpi.htm, dostęp 23.08.2014), można stwierdzić, że:

- systematyczny wzrost CPI w ujęciu średniej dla krajów OECD w poszczególnych miesiącach, widoczny w latach 90. XX w., od 2001 r., charakteryzuje się większą zmiennością (dość systematycznie „faluje”) przy utrzymującym się trendzie wzrostowym; stąd okresowe spadki inflacji;

- CPI w krajach OECD wykazuje tendencję rosnącą; w czerwcu 2014 r., w porównaniu do stycznia 2010 r., wzrósł o blisko 7%, a w państwach europejskich OECD ponad 8%, ale G7 w ujęciu średnim charakteryzuje niższy wzrost cen (nieco ponad 5%);
- krajami OECD o trwałych skłonnościach deflacyjnych są: Japonia i Szwajcaria, jednak spadek cen jest tam niewielki (niecałe 0,7% w okresie jw.)
- niektóre inne kraje OECD przeżywają dłuższe epizody deflacyjne, jednak trudno przesądzać o ich trwałości, z tym, że poważny problem (w okresie jw.) zaznaczył się w Grecji; możliwe jest również, że Szwecja dołączy do Szwajcarii i Japonii.

WNIOSKI

Konkludując, można stwierdzić, że:

- Obniżenie wskaźników inflacji w ostatnich kilkunastu latach (pomijając skutki kryzysu 2008+) wydaje się mieć główne źródło w pozytywnych szokach podażowych i negatywnych popytowych, wynikających z sytuacji na rynku pracy.
- Stopy procentowe nie są skuteczne w warunkach ZLB, jednak przy zastosowaniu instrumentów niekonwencjonalnych i psychologicznych władze monetarne mogą wpływać na oczekiwania inflacyjne i zwiększać podaż pieniądza.
- Najbardziej niepokojące zjawiska związane z deflacją to pesymizm i złe długi, które powodują zastój akcji kredytowej i spadek popytu globalnego.
- Problem deflacji w świetle badań empirycznych i aktualnych uwarunkowań nie wydaje się znaczącym zagrożeniem dla bezpieczeństwa ekonomicznego Polski.
- Z długoterminowych obserwacji CPI wynikają okresowe wzrosty i ich zanik, lub spadki tego wskaźnika, w porównaniu do lat 90. XX w., gdy ceny systematycznie rosły.

Do skutecznego zapobiegania deflacji potrzebna będzie zmiana podejścia do interpretacji wskaźników makroekonomicznych, zakorzenionej w latach 80., a następnie utrwalonej na przełomie wieków. Niewiele zjawisk ekonomicznych ma tak złą ocenę w literaturze, jak wzrost wynagrodzeń i deficytu budżetowego oraz podwyższanie podatków. Z kolei wzrosty zysków w sektorze wytwórczym i finansowym, jak też indeksów giełdowych i cen nieruchomości, są interpretowane pozytywnie, chociaż grożą bańkami spekulacyjnymi i pogorszeniem się sytuacji pracowniczych

gospodarstw domowych. Takie podejście sprzyja trendom deflacyjnym, gdyż podniesienie wskaźnika cen konsumpcyjnych jest w większym stopniu zależne od niskiego bezrobocia i wzrostu wynagrodzeń odpowiednio do wydajności pracy niż efektu bogactwa.

REFERENCES

- Błaszczyk P. *Deflacja i kryzys gospodarczy – analiza z wykorzystaniem miernika ryzyka deflacyjnego*, OPTIMUM Studia Ekonomiczne Nr 1 (45) 2010
- Błaszczyk P. *Stabilność cen – sposoby definicji oraz wyzwania dla polityki pieniężnej*, NBP, Materiały i Studia, Zeszyt nr 249, Warszawa 2010
- Bordo M.D., Lane J.L., Redisch A. *Good versus bad inflation: lessons from the gold standard area*, NBER Working Papers No 10329, February 2004
- Borio C., Filardo A. *Back to the future? Assessing the deflation record*, BIS Working Papers No 152, March 2004
- Borio C., Filardo A., *Deflation in a historical perspective*, BIS Working Papers No 186, November 2006
- De Grauwe P., komentarz [w] A. G. Herrero, V. Gaspar, L. Hoogduin, B. Winkler (red.) *Why Price Stability? First Central Bank Conference*, Frankfurt 2000
- Ferszt-Piłat K. *Zaufanie jako fundament bezpieczeństwa we współczesnym społeczeństwie*, Journal of Modern Science 3/14/2012, WSGE im. Alcide de Gasperi w Józefowie
- Flassbeck H. *10 mitów kryzysu*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa 2013
- Fleckenstein M., Longstaff F.A., Lustig H. *Deflation Risk*, NBER Working Paper No 19238, July 2013
- Fukao M. *Financial strains and the zero lower bound: the Japanese experience*, BIS Working Papers No 141, September 2003
- Genberg H. *External shocks, transmission mechanism and deflation in Asia*, BIS Working Papers No 187, November 2005
- Greenspan A. *Era zawirowań*, Muza SA, Warszawa 2008
- Hamilton J.D., Wu J.C. *The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment*, NBER Working Paper No 16956, April 2011
- Husson M. *Kapitalizm bez znieczulenia*, Instytut Wydawniczy Książka i Prasa, Warszawa 2011

- Ingham G. *Kapitalizm*, Wydawnictwo Sic!, Warszawa 2011
- Kumar M., Baig T., Decressin J., Faulkner-Mac Donagh Ch., Feyzioglu T. *Deflation. Determinants, Risks, and Policy Options*, IMF Occasional Paper 221, 2003
- Lombardi M., Feng Zhu *A shadow policy rate to calibrate US monetary policy at the zero lower bound*, BIS Working Papers No 452, June 2014
- Majer P. *Istota i zakres bezpieczeństwa społecznego na początku XXI wieku*, Journal of Modern Science 1/12/2012, WSGE im. Alcide de Gasperi w Józefowie
- Musielak-Linkowska M. *Polityka pieniężna w obliczu deflacji*, [w] W. Przybylska-Kapuścińska (red.) *Wybrane problemy rynku pieniężnego i kapitałowego*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2007
- N'Diaye Papa, *Determinants of Deflation in Hong Kong SAR*, IMF Working Paper, 2003, WP/03/250
- Pokruszyński W. *Filozoficzne aspekty bezpieczeństwa personalnego*, Journal of Modern Science 1/16/2013, WSGE im. Alcide de Gasperi w Józefowie
- Reines J.P., Leathers Ch.G. *Debt, Innovations, and Deflation. The theories of Veblen, Fischer, Schumpeter and Minsky*, Edward Elgar Publishing, Inc., 2008
- Rybiński K. *Wpływ globalizacji na inflację i politykę pieniężną*, [w] A. Sławiński (red.) *Polityka pieniężna*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011
- Rzońca A. *Stopy procentowe banku centralnego bliskie zera a ryzyko wystąpienia deflacji cz. 1.*, „Bank i Kredyt” nr 3/2004, oraz *Stopy procentowe banku centralnego bliskie zera a ryzyko wystąpienia deflacji cz. 2.*, „Bank i Kredyt” nr 4/2004
- Samaryna H. *Deflacja w Japonii*, PWE, Warszawa 2010
- Siklos P. *The economics of deflation V1, The economics of deflation V2* 2005
- Solarz J.K. *Deflacja: synteza przeglądu dokumentacyjnego*, tekst na prawach rękopisu, Instytut Bankowości i Pieniądza FEiBB, Warszawa, listopad 1999
- Wawrzusin A. *Bezpieczeństwo i ewolucja jego pojmowania*, Journal of Modern Science 4/15/2013, WSGE im. Alcide de Gasperi w Józefowie
- Wojtyna A. *Skuteczność polityki pieniężnej w warunkach niskiej inflacji i problem nominalnej granicy zerowych stóp procentowych*, „Bank i Kredyt” nr 7/2001

Zawisza J., Ćmiel S. *Filozoficzne aspekty bezpieczeństwa strukturalnego w kontekście bezpieczeństwa narodowego i międzynarodowego*, Journal of Modern Science 3/14/2012, WSGE im. Alcide de Gasperi w Józefowie

data. OECD.org/price/inflation-cpi.htm

[stat.gov.pl/statystyka/miedzynarodowa/porownania-miedzynarodowe/
tablice-o-krajach-wedlug-tematów/finanse](http://stat.gov.pl/statystyka/miedzynarodowa/porownania-miedzynarodowe/tablice-o-krajach-wedlug-tematów/finanse)

www.ecb.europa/stats/prices