

Goodhart i Pradhan mogą nie mieć racji

Autor: **Witold Kwaśnicki**

Artykuł ukazał się pierwotnie 28 marca 2021 r. na portalu

obserwatorfinansowy.pl

Niedawno na łamach Obserwatora Finansowego opublikowana została recenzja książki „[The Great Demographic Reversal](#)”, napisana przez prezesa Banku Finlandii Olli Rehna. Autorzy książki — Charles Goodhart i Manoj Pradhan — koncentrują się na kwestiach starzenia się społeczeństw. Niepokoi mnie jednoznacznie pozytywna opinia Olli Rehna.

Podtytuł tej książki (‘Starzejące się społeczeństwa, zanikające nierówności i odrodzenie się inflacji’) w zasadzie oddaje istotę przesłania zawartego w tej książce. Niepokoi mnie ta jednoznacznie pozytywna opinia Olli Rehna o tej książce. Sam po przeczytaniu tej książki mam tzw. mieszane uczucia. Z jednej strony widzę jej pozytywy, np. w przedstawionym w niej ogromnym materiale empirycznym, ilustrowanym wieloma wykresami. Książka jest wręcz nafaszerowana wykresami. Z drugiej strony widzę jej negatywy i niebezpieczeństwa w akceptacji wielu tez stawianych przez Goodharta i Pradhana. Na tym krytycznym spojrzeniu na tę książkę chciałbym się skupić w poniższych uwagach.

Olli Rehn pisze o podnoszonych przez autorów książki trzech powodach zmiany obecnych tendencji; są to: „starzenie się społeczeństw na skalę światową...”, spadek wskaźnika obciążenia..., realne stopy procentowe mogą wzrosnąć ...”. W istocie jednak dwa ostatnie powody są ściśle uwarunkowane tym pierwszym. To jednowymiarowe patrzenie na przyszłość rozwoju globalnej gospodarki przez pryzmat starzenia się społeczeństw, wydaje mi się największym ograniczeniem tego, co przedstawiają Goodhart i Pradhan. Przesadzając tylko trochę, mogę powiedzieć, że tak jak niektórym wszystko kojarzy się z seksem, tak autorom tej książki wszystko kojarzy się ze starzeniem się społeczeństw. W kolejnych rozdziałach autorzy analizują, jak starzenie się społeczeństw wpłynie na spowolnienie wzrostu gospodarczego (rozdział 3), rosnącą inflację (rozdział

5), rosnące realne stopy procentowe (rozdział 6) i malejące nierówności (rozdział 7).

Nie twierdzą, że starzenie się społeczeństw nie będzie miało istotnego wpływu na przyszłe trendy rozwojowe, ale istnieje wiele innych czynników, które mogą zneutralizować te negatywne efekty starzenia się społeczeństw. Do jednych z najważniejszych zaliczam zdolności człowieka do adaptacji, dzięki jego kreatywności i możliwości wprowadzania różnorodnych innowacji. Ten aspekt jest praktycznie pomijany w tej książce (poza drobnymi wzmiankami, że postęp technologiczny może przyczynić się do wzrostu produktywności).

Autorzy nie uwzględniają też wielu czynników natury politycznej, nawet tych odnoszących się do procesów demograficznych. Przyjmują oni np. że nie będzie istotnych zmian w siatkach bezpieczeństwa socjalnego i w wieku emerytalnym. Takimi czynnikami w wielu państwach może być wzrost uczestnictwa kobiet w aktywności zawodowej oraz podniesienie wieku przejścia na emeryturę.

Goodhart i Pradhan argumentują, że nie możemy liczyć na to, że rosnąca liczba ludności Indii i Afryki zrównoważy skutki „wielkiego zwrotu demograficznego” w innych krajach. Według mnie, nie podają jednak mocnych argumentów na taką tezę. Podobne zarzuty można postawić przyjęciu przez nich założenia, że ludzie zachowują się racjonalnie i zawsze oszczędzą wystarczająco dużo na starość, a te oszczędności mogą przeznaczać na konsumpcję po przejściu na emeryturę. Wiele też stawianych przez Goodharta i Pradhana nie ma wiarygodnego uzasadnienia. Zbyt często czytamy określenia w stylu 'Wierzymy, że...', czy 'Nie widzimy powodu...', „Nie sądzimy...”.

Nie jest prawdą ogólne przekonanie autorów, że ekonomiści generalnie zwracali zaskakująco mało uwagi na demografię i starzenie się społeczeństw. Według mnie, od dawna te problemy leżały w centrum zainteresowania wielu ekonomistów. Dość wspomnieć, że już 40-50 lat temu ekonomiści zwracali uwagę na niebezpieczeństwa kontynuowania repartycyjnego systemu emerytalnego. To, że politycy i decydenci ignorowali te ostrzeżenia, to już inna opowieść.

W szerszym kontekście rozwoju gospodarczego opartego na innowacjach, Peter Drucker w opublikowanej w 1985 książce *Innowacje i przedsiębiorczość* uznał procesy demograficzne (w tym starzenie się społeczeństw) za jedno

z siedmiu najważniejszych źródeł okazji do innowacji. Pisał wręcz, że „pomijanie demografii w XX wieku jest czystym szaleństwem”.

Goodhart i Pradhan używają słowa „inflacja” w tradycyjnym, podręcznikowym sensie, jako wzrost średniego poziomu cen, wyrażanego przez „Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych” (CPI), uznawanego za podstawową miarę inflacji. Przykładowo, rysunek 1.3 podpisany jest jako „Inflacja w krajach rozwiniętych gospodarczo”. Na rysunku tym pokazano dwa wykresy odnoszące się do średnich cen towarów oraz usług, i na obu wykresach na osi rzędnych znajdujemy całkowicie nieuzasadniony opis: „Inflacja”.

Goodhart i Pradhan nie wspominają o tym, co zwykł mówić Milton Friedman, że „inflacja jest zawsze i wszędzie zjawiskiem monetarnym”. O problemach związanych z polityką monetarną w książce jest bardzo mało, jak na moje oczekiwania, zbyt mało. Piszę to, mimo że autorzy dotyczą tych problemów w rozdziale 13. (p.t. „Przyszłe problemy polityczne: starość, podatki i zderzenie monetarno-fiskalne”). Problematyka ta powinna być przez autorów przedstawiona znacznie bardziej szczegółowo, nawet kosztem zrezygnowania z pewnych nadmiarowych rozdziałów. A za takie zbyt rozbudowane rozdziały uważam np. rozdział czwarty („Uzależnienie (ang. *dependency*), demencja i nadchodzący kryzys opieki”) i rozdział ósmy („Krzywa Phillipsa”).

W trzech miejscach tej książki znajdujemy ciekawą opinię dotyczącą banków centralnych: „W ciągu ostatnich kilku dekad bankierzy centralni byli najlepszymi przyjaciółmi ministrów finansów, a sami bankierzy centralni osiągnęli status gwiazdy rocka. Ponieważ ministrowie finansów zajmowali się utrzymującym się deficytem i rosnącymi wskaźnikami zadłużenia, obciążenie odsetkowe było ograniczane przez spadki stóp procentowych. Polityka banku centralnego ułatwiła drogę politykom. Nic dziwnego, że niezależność Banku Centralnego nie była przedmiotem poważnych rozważań, z wyjątkiem bardziej niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, która zdawała się zacierać granice między polityką pieniężną i fiskalną”. A ostatecznie zdanie rozdziału 13. brzmi: „Lata świetności niezależności banku centralnego mogą dobiegać lepkiego końca”.

Goodhart i Pradhan nie pokusili się dodać i przeanalizować, że ta utrata niezależności banku centralnego może być znacznie ważniejszym czynnikiem wzrostu inflacji, niż postulowane przez nich zmiany demograficzne i starzenie się społeczeństw.

Autorzy piszą o presji deflacyjnej i deflacji obserwowanej w ostatnich 30-40 latach. To też wydaje mi się nie do końca prawdą. W istocie obserwowaliśmy spadek inflacji, czyli dezinflację. Deflacja (poza Japonią) występowała w ostatnich dekadach w niektórych krajach, ale w bardzo krótkich okresach. Możemy powiedzieć jedynie to, że bankom centralnym udawało się utrzymywać inflację na stosunkowo niskim poziomie celu inflacyjnego (2-3 procent).

Uznać jednak należy, że Goodhart i Pradhan przedstawili interesujące (i intrygujące) argumenty dotyczący ponownego pojawienia się inflacji. Wskazują oni na wiele powodów na konieczność poważnego potraktowania wpływu zarówno starzenia się światowej populacji, jak i radykalnych zmian w Chinach. Jednym z ich argumentów jest to, że spadek populacji w wieku 25-54 lata zmniejszy liczbę producentów, a nie konsumentów, przy jednoczesnym zwiększeniu wydatków związanych z nieprodukcyjnymi osobami starszymi, co będzie miało charakter inflacyjny.

Do tego typu argumentów należy podchodzić jednak bardzo ostrożnie. Warto przypomnieć, że podobne argumenty wysuwano wtedy, kiedy pokolenie powojennego wyżu demograficznego wchodziło na rynek pracy w latach 1970-80, co zwiększyło liczbę producentów w stosunku do populacji USA. Uznano wtedy, że będzie to przyczyną wzrostu inflacji w tamtym czasie. Jak wiemy, inflacja faktycznie wystąpiła w latach siedemdziesiątych, tylko że z całym innymi przyczyn (m.in. wypowiedzenie przez Stany Zjednoczone systemu z Bretton Woods w 1971 roku i kryzys naftowy z 1973 roku). Warto pamiętać, że korelacja to nie związek przyczynowy.

Na początku rozdziału 5. autorzy piszą: „W naszym największym przekonaniu, odrodzenie się inflacji jest nieuniknionym skutkiem zmian demograficznych i jest to pogląd, który zarówno rynki finansowe, jak i decydenci odrzucają na własne ryzyko”. W książce nie znajdujemy jednak żadnych konkretnych przewidywań odnośnie wielkości tej inflacji. Czy będzie ona na poziomie 4-5 procent, a może 8-9, lub jeszcze wyższym, dwucyfrowym? Tutaj w swoich przewidywaniach autorzy są jak delficka Pytia. Dopiero w dołączonym w ostatniej chwili, przed publikacją książki, *Postscriptum: Przyszłość niedoskonała po koronawirusie*, napisanym w połowie zeszłego roku, już w okresie pandemii, znajdujemy pewien konkret. Autorzy stwierdzają, że jeśli lockdown zostanie zniesiony i nastąpi ożywienie po okresie wielkiej ekspansji

fiskalnej i monetarnej, to spodziewać się możemy gwałtownego wzrostu inflacji, „prawdopodobnie ponad 5%, a nawet rzędu 10% w 2021 r.” Ich zdaniem, „pandemia koronawirusa i wywołany przez nią szok podaży wyznaczają linię podziału między siłami deflacyjnymi ostatnich 30-40 lat a odradzającą się inflacją w okresie następnych dwóch dekad”.

W rozdziale 11., Goodhart i Pradhan przedstawiają trzy sposoby wyjścia z pułapki zadłużenia. Niestety nie ma w tych propozycjach tego, co wydaje się być naturalne: *przestać się zadłużać i zacząć proces spłaty tego zadłużenia*. Tak honorowo zachowały się kolejne rządy Wielkiej Brytanii po wojnach napoleońskich, kiedy to w 1815 roku zadłużenie WB było na poziomie 260 proc. PKB i po kilkudziesięciu latach zmniejszyło się do 35 proc. PKB.

Goodhart i Pradhan przedstawiają trzy sposoby wyjścia z pułapki zadłużenia. Niestety nie ma w tych propozycjach tego, co wydaje się być naturalne: *przestać się zadłużać i zacząć proces spłaty tego zadłużenia*.

Goodhart i Pradhan piszą, że „najlepszym i najbardziej atrakcyjnym sposobem na osiągnięcie tego jest szybszy rzeczywisty wzrost gospodarczy. Gdyby wzrost realny był większy niż poziom realnych stóp procentowych, to przy zerowym deficycie sektora publicznego wskaźnik zadłużenia nieuchronnie spadłby. W istocie, jeśli wzrost realny jest wystarczająco wysoki w stosunku do realnych stóp procentowych, deficyt sektora może wzrosnąć, jednocześnie pozwalając na spadek wskaźników zadłużenia”. Przyznam się, że to myślenie w kategoriach zadowalającego poziomu wartości wybranych wskaźników bywa denerwujące.

Zaskakujące są wspomniane trzy sposoby wyjścia z pułapki zadłużenia, mianowicie: *niespodziewana inflacja* („Pierwszym i najprostszym sposobem zmniejszenia rzeczywistego obciążenia długiem jest (nieoczekiwana) inflacja”), *renegocjacje* („presja obsługi długu staje się zbyt duża, kolejną możliwą alternatywą jest renegocjacja obiecanych przepływów pieniężnych w celu zmniejszenia obciążenia spłatą zadłużenia”), oraz *likwidacja długów* („zwykle niewykonanie zobowiązania, częściowe lub całkowite, odpisywanie nominalnych kwot przepływów pieniężnych, które mają zostać zwrócone wierzycielom”).

Warto przytoczyć ostatnie zdanie napisane w *Postscriptum* (będące ostatnim zdaniem w książce): „Podsumowując, w wyniku pandemii, niedoskonała, inflacyjna przyszłość zbliża się do naszych drzwi szybciej, niż się

spodziewaliśmy. Spowolnienie globalizacji w obliczu globalnego trendu starzenia się sprawi, że przyszłość nie będzie podobna do przeszłości”.

Przedstawiłem powyżej wiele zastrzeżeń do tej książki. Jednakże mimo wszystko uważam, że książka warta jest przeczytania. Należy ją jednak potraktować jako swego rodzaju eksperyment myślowy, ze stawianymi dosyć śmiałymi tezami, których uzasadnieniem ma być bogaty materiał statystyczny, odnoszący się do wielu procesów społecznych. Duża liczba wykresów okrasza prowadzony wywód autorów i może być wykorzystana do przemysłów i prywatnych celów (wiele z tych wykresów może być użytecznych w dyskusjach, np. ze studentami).

