

Marcin Krawczyk

OCZEKIWANIA I DECYZJE GOSPODARSTW DOMOWYCH ORAZ PRZEDSIĘBIORSTW A MAKROEKONOMICZNE KONSEKWENCJE POLITYKI GOSPODARCZEJ

Wprowadzenie

Teoria ekonomii ewoluuje. Chcąc wyjaśnić procesy rządzące obserwowaną rzeczywistością gospodarczą, zmienia, choć powoli, swój aparat narzędziowy. Bardzo ważną zmianą (a dziś już potrafimy to ocenić) jest uwzględnianie w koncepcjach teoretycznych oczekiwań podmiotów gospodarczych. Oczekiwania uwzględnia się w tych koncepcjach, które tłumaczą decyzje gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Te, jak wiemy, wpływają na kształtowanie aktywności gospodarczej i przebieg procesów gospodarczych wywołanych przez fiskalną oraz monetarną politykę państwa.

Rozważając te teoretyczne koncepcje, można zauważyć, że analizie podlegają oczekiwania podmiotów dotyczące podstawowych makroekonomicznych agregatów, tj. aktywności gospodarczej, stopy inflacji/deflacji, płac, stopy procentowej, bądź szerzej: polityki pieniężnej, czy obciążeń podatkowych, bądź szerzej: polityki fiskalnej.

Z punktu widzenia analiz makroekonomicznych oczekiwania są ważne, gdy są jednolite, tj. większość lub nawet wszystkie podmioty oczekują tych samych wartości agregatów. Ujednolicenie się oczekiwań owocuje bowiem skutkami, które odróżniają nawet te same teoretyczne koncepcje, gdy uwzględniają one oczekiwania i gdy tego nie robią. I to właśnie tych różnic dotyczy niniejszy artykuł.

Prezentuję w nim teoretyczne koncepcje, których wnioski zmieniają się po uwzględnieniu w nich oczekiwań podmiotów gospodarczych. Te koncepcje podzieliłem na trzy grupy: 1) tych, które dotyczą zagregowanej podaży – od niej zależy charakter dostosowań w gospodarce (cenowe lub ilościowe) i zasadność prowadzenia ekspansywnej polityki gospodarczej; 2) tych, które dotyczą zagregowanych wydatków – gdzie od wydatkowych decyzji podmiotów zależy siła obu ekspansji (fiskalnej i monetarnej); 3) tych, które dotyczą popytu na pieniądź – od jego kształtowania zależy bądź uruchomienie się, bądź przebieg tzw. mechanizmu transmisji (pieniężnego impulsu do realnej sfery gospodarki), a więc i skuteczność ekspansji pieniężnej.

1. Zagregowana podaż a ekspansywna polityka gospodarcza

Zagregowana podaż jest zależnością między ogólnym poziomem cen a wielkością produkcji gospodarki, więc jej kształtowanie przedstawia dominujący charakter dostosowań w gospodarce: to, czy w odpowiedzi na wzrost popytu (skutek ekspansywnej polityki gospodarczej) raczej wzrosną ceny, czy produkcja i zatrudnienie.

W latach 60. XX w. Richard G. Lipsey¹ zbudował teoretyczną koncepcję (osadzoną w nurcie keynesowskim), za której pomocą wyjaśnił zaobserwowany (dane dotyczyły okresu stu lat na przełomie XIX i XX w.) przez Albana Williama Phillipsa² związek między stopą bezrobocia a stopą zmiany nominalnych płac. Ponieważ przy danej wydajności pracy (a dokładniej: danym tempie jej wzrostu) zmiany nominalnych płac przekładają się na ceny dóbr i usług, to dziś mówiąc o zależności Phillipsa, odnosi się do siebie stopę bezrobocia oraz inflacji.

Tę zależność Lipsey „złożył” z dwóch innych: 1) liniowej i jednokierunkowej zależności między nadmiernym popytem na pracę³ a tempem wzrostu nominalnych płac oraz 2) nieliniowej i odwrotnej zależności między nadmiernym popytem na pracę a stopą bezrobocia. Stąd wynika, że nieliniowa i odwrotna jest zależność między stopą wzrostu nominalnych płac (i stopą inflacji⁴) a stopą bezrobocia – coraz wolniejszemu spadkowi stopy bezrobocia odpowiada coraz szybszy wzrost stopy inflacji. Tzw. krzywa Phillipsa – obraz zależności między stopą inflacji i bezrobocia – jest więc opadająca i wypukła.

To była ważna obserwacja. Taki charakter tej zależności świadczył przecież o tym, że ogólny poziom cen wzrasta wraz ze wzrostem wielkości produkcji gospodarki – realnym PKB, czyli gdy maleje stopa bezrobocia. A zatem w odpowiedzi na ekspansywną politykę państwa, czyli gdy rośnie wielkość popytu na pracę, gospodarka powinna zareagować zarówno ilościowo, jak i cenowo – warto prowadzić ekspansję fiskalną oraz pieniężną, lecz trzeba pamiętać, że za obniżenie stopy bezrobocia „zapłacimy” wzrostem stopy inflacji: inflacja i bezrobocie są bowiem wymienne.

¹ R. Lipsey, *The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1862–1957: a further analysis*, „Economica. New Series” 27(105), 1960, s. 1–31.

² A.W. Phillips, *The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861–1957*, „Economica” 25(100), 1958, s. 283–299.

³ Mówiąc o nadmiernym popycie na pracę, mamy na myśli nadwyżkę jego wielkości nad wielkością podaży pracy.

⁴ Bo stopa inflacji jest określona przez zależność między stopami wzrostu nominalnych płac i produktywnością pracy. Z elementarnych mikroekonomicznych analiz wiemy, że $P = MC$ i $MC = w/MP_L$, więc $P = w/MP_L$. Stąd jeśli tempo zmiany cen (P) ma być stabilne, to nominalne płace (w) oraz produktywność (krańcowa) pracy (MP_L) muszą zmieniać się w równym tempie.

Jak wiemy, wydarzenia lat 70. (stag- i slumpflacja) podważyły tę (dziś tak określaną) tradycyjną „wymienność Phillipsa”. Rozwiązanie tego problemu na gruncie teorii ekonomii było już właściwie gotowe i (teoretyczna) odpowiedź na koncepcję Richarda Lipseya przyszła relatywnie szybko. Już w latach 60. XX w. niezależnie od siebie Milton Friedman⁵ i Edmund Phelps⁶ zauważyli bowiem, że oddziaływanie między nominalnymi płacami i cenami nie zachodzi tylko w jedną stronę. Ich zdaniem istnieje tutaj współzależność – sprzężenie zwrotne. I w tym właśnie miejscu do teoretycznej koncepcji Lipseya wplecione zostały oczekiwania, bo w kształtowanie nominalnych płac wbudowana została nie tyle inflacja, co inflacyjne oczekiwania podmiotów.

Tak więc tempo wzrostu nominalnych płac nie jest kształtowane jedynie przez presję nadmiernego popytu na pracę – pracodawców, lecz również przez pracobiorców, którzy obserwując inflację, domagają się takiego wzrostu nominalnej płacy, który zrekompensuje spadek jej siły nabywczej wywołany przez tę inflację. Pracobiorcy chcą po prostu, by ich realna stawka płacy nie zmalała. Ponieważ żądają waloryzowania nominalnego wynagrodzenia na podstawie obserwowanej, a więc przeszłej stopy inflacji, to ich inflacyjne oczekiwania nazywamy adaptacyjnymi.

Istota argumentu M. Friedmana i E. Phelpsa sprowadza się do stwierdzenia, że gdy pracobiorcy nie wymagają takiego waloryzowania (a wolniejszego i nominalne płace rosną wolniej niż ceny), to będą odpowiadać na oferty pracy, tj. nadmierną wielkość popytu na pracę – będzie rosła wielkość podaży pracy. Wtedy rzeczywiście zatrudnienie i produkcja będą wzrastać – ekspansywna polityka państwa będzie skuteczna, gdyż wywołany przez nią wzrost popytu przyniesie ilościowy efekt. Będzie tak, jak wynika z „lipseyowskiej” krzywej Phillipsa.

Dzieje się tak jednak tylko wtedy, gdy pracobiorcy nie dostrzegają, że w parze z nominalnym nie idzie realny wzrost płacy, bo nie wiedzą, że ceny rosną szybciej niż oni sądzą – pracobiorcy ulegają iluzji pieniężnej, myląc wzrost nominalnej płacy z realnym. I dlatego nie wymagają takiego waloryzowania nominalnej płacy⁷.

M. Friedman i E. Phelps argumentują, że takie błędy pracobiorców (iluzja pieniężna) mają jedynie krótkookresowy charakter, bo choć z opóźnieniem, to inflacyjne oczekiwania „podążają” jednak za faktyczną inflacją: tempo wzrostu nominalnych płac dogoni więc stopę inflacji. Gdy w wyniku wymuszonej przez pracowników waloryzacji dostosują się te tempa wzrostu, to poziom realnej stawki płacy, oferowana

⁵ M. Friedman, *The role of monetary policy*, „The American Economic Review” 58(1), 1968, s. 1–17.

⁶ E.S. Phelps, *Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment Over Time*, „Econometrica. New Series” 34(135), 1967, s. 254–281.

⁷ Dodajmy do tego, że nadmierny popyt na pracę istnieje właśnie wtedy, bo szybciej rosnące ceny, obniżając realną stawkę płacy, na korzyść pracodawców zmieniają relację przychód–koszt.

wielkość podaży pracy, a więc i stopa bezrobocia wrócą do poziomu sprzed pojawienia się ekspansywnego impulsu polityki gospodarczej – przy stałej realnej stawce płacy pracownicy nie będą odpowiadać na oferty pracy⁸.

Zatrudnienie i produkcja będą więc krótkookresowo wahać się wokół pewnych długookresowych swoich poziomów⁹. W długim okresie produkcja jest stabilna, a zmieniają się jedynie ceny. Krzywa Phillipsa wsparta tymi adaptacyjnymi oczekiwaniami jest opadająca w krótkim, a pionowa – w długim okresie. Skoro gospodarka ostatecznie dostosowuje się cenowo, to ekspansywna polityka państwa nie jest potrzebna, jeśli może przynosić jedynie krótkotrwałe i – co ważne – przemijające efekty. Jak widzimy, uwzględnienie w analizie oczekiwań zdecydowanie zmienia jej wnioski i zalecenia dla polityki gospodarczej.

Dalej idące zmiany w zakresie zależności Phillipsa przyniosły analizy nowych klasyków (chodzi przede wszystkim o Roberta Lucasa¹⁰, Roberta Barro¹¹, Thomasa Sargenta i Neila Wallace'a¹²). Ponownie chodzi o oczekiwania podmiotów odnośnie do stopy inflacji, lecz o innym – racjonalnym charakterze.

Problemem z analizą Friedmana–Phelpsa (który podnieśli nowi klasycy) jest to, że „oczekując adaptacyjnie”, podmioty nie uczą się na popełnianych błędach, więc jeśli popełniają je, to systematycznie. A dzieje się tak zawsze, gdy stopa inflacji nie jest stabilna z okresu na okres¹³.

Tak zwane (lucasowskie) racjonalne oczekiwania przez podmioty mają wykluczać takie błędy¹⁴. W ich myśl bowiem podmioty szacują przyszłą inflację nie tylko

⁸ A poza tym zniknie korzystna na pracodawców relacja przychód–koszt.

⁹ Chodzi tu o produkt potencjalny i związaną z nim tzw. naturalną stopę bezrobocia, z innych względów nazywaną NAIRU (o czym dalej).

¹⁰ Odwołanie w dalszym fragmencie tekstu.

¹¹ R.J. Barro, *Rational Expectations and the Role of Monetary Policy*, „Journal of Monetary Economics” 2(1976), 1976, s. 1–32.

¹² T.J. Sargent, N. Wallace, „Rational” Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule, „Journal of Political Economy” 83(2), 1975, s. 241–254; T.J. Sargent, N. Wallace, *Rational Expectations and the Theory of Economic Policy*, „Journal of Monetary Economics” 83(2), 1976, s. 169–183.

¹³ Gdy w poprzednim okresie stopa była równa np. 5%, to pomyłę się, jeśli w obecnym wyniesie 6%, bo oczekiwałem 5. W kolejnym będę więc oczekiwać 6%, niejako ignorując to, że (być może) rośnie ona z roku na rok o 1 pkt proc. i zapewne teraz wyniesie 7%. Rosnąca stopa inflacji daje więc ową (friedmanowsko-phelpsofską) krótkookresową skuteczność polityce gospodarczej – w jej wyniku stopa bezrobocia maleje. Stąd wniosek, że istnieje taka stopa bezrobocia (owa NAIRU, naturalna), przy której tempo wzrostu cen jest stabilne. A więc skoro ta krótkookresowa skuteczność ekspansji jest okupiona przyspieszeniem inflacji, to lepiej jej nie prowadzić. Dodajmy, że na tej podstawie M. Friedman sformułował zalecenie stabilizowania inflacji za pomocą stabilizowania tempa wzrostu nominalnej podaży pieniądza – wtedy właśnie stopa bezrobocia ukształtowałaby się na swoim naturalnym poziomie.

¹⁴ Bo średni błąd wszystkich podmiotów wynosi zero. Liczy się tutaj na „mądrość tłumu” i ma działać prawo wielkich liczb.

na podstawie dotychczasowego jej poziomu, lecz również biorąc pod uwagę wszelkie możliwe dane ekonomiczne oraz „właściwy model funkcjonowania gospodarki”¹⁵.

Jeśli tak może być, to nominalna stawka płacy zawsze będzie „poprawnie” waloryzowana – zawsze będzie nadążać za inflacją. Wtedy jej realna wielkość zawsze będzie stała (nie będzie iluzji pieniężnej) i nawet w krótkim okresie produkcja nie będzie rosła w odpowiedzi na ekspansywną politykę państwa. Krzywa Phillipsa wsparta racjonalnymi oczekiwaniami jest zawsze pionowa. Racjonalne oczekiwania powodują więc, że polityka pobudzania nie przyniesie skutku ani w długim, ani nawet w krótkim okresie.

Rzeczywistość gospodarcza oczywiście pokazuje, że produkcja waha się, a nie jest stabilna, jak wynika z pionowej krzywej Phillipsa nowych klasyków. A ponieważ państwo jednak prowadzi politykę gospodarczą, to być może te wahania są właśnie jej skutkiem. Nowi klasycy tłumaczą to, odwołując się do innej ze swoich analiz – hipotezy zagregowanej podaży, bo przecież ich analiza zależności Phillipsa wyklucza te wahania. Tłumaczą to też inaczej niż klasycy oraz keynesiści. I ponownie w grę wchodzi oczekiwania podmiotów.

W klasycznej analizie funkcjonowania gospodarki jej produkcja automatycznie wraca do swojego potencjalnego poziomu i tam kształtuje się dzięki temu, że ceny są giętkie¹⁶. Jeśli odchyła się od niego, dzieje się to za sprawą cen odbiegających od swoich „równowagowych” poziomów. Równowagowym poziomem produkcji gospodarki jest więc produkt potencjalny, a ta oscyluje wokół niego za sprawą zaburzeń kształtowania się cen.

W analizach keynesowskich z kolei argumentuje się za lepkością cen oraz niedostatecznym popytem. Mechanizm cenowej regulacji nie działa więc, a z powodu niedostatecznego popytu¹⁷ produkcja gospodarki kształtuje się zazwyczaj poniżej potencjalnego jej poziomu: tam jest poziom jej równowagi. Waha się więc ona poniżej produktu potencjalnego wraz z wahaniami tego popytu (a nie cen).

W obu przypadkach, tj. klasycznym i keynesowskim, wahania produkcji są związane z nierównowagą gospodarki.

¹⁵ Na marginesie warto zauważyć, że można dyskutować (i ekonomiści dyskutują) o tym, czy koszt związany z pozyskaniem wszelkich możliwych danych nie jest zbyt wysoki, a podmioty znają ten właściwy model (który to jest?), by ich oczekiwania mogły rzeczywiście być racjonalne. Robert Skidelski, krytykując analizę nowych klasyków, napisał (przytaczając obserwacje Johna Locke), że oczekiwania są w niej racjonalne, lecz formułowane na podstawie fałszywych przesłanek (R. Skidelski, *Keynes. Powrót Mistrza*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa 2012, s. 13). „Mądrość tłumu” też może zostać zakwestionowana, bo przecież – jak to ujął Oskar Wilde – „[...] kłamstwo nie stanie się prawdą tylko dlatego, że wiele osób w nie wierzy”.

¹⁶ Dzięki giętkim cenom automatycznie działa (istniejący w ich modelu) mechanizm reinwestowania oszczędności.

¹⁷ Bo nie istnieje mechanizm umożliwiający reinwestowanie oszczędności. Nawet giętkość cen nie rozwiązuje więc problemu niedostatecznego popytu.

Nowi klasycy twierdzą, że ceny są zawsze giętkie¹⁸, a to zapewnia nieprzerwaną równowagę na rynkach (*continuous market clearing*)¹⁹. Tak więc obserwowane wahania koniunktury nie są kwestią nierównowagi, czyli odchylenia się faktycznej produkcji od jej równowagowego poziomu, lecz są powodowane przez wahania stanu równowagi – wahania potencjalnej zagregowanej podaży, za którą (przy giętkich cenach) natychmiast podąża faktyczna. Na tym polega odmienność podejścia nowych klasyków nie tylko w stosunku do keynesistów, ale również do klasyków. Te wahania tłumaczą oni za pomocą decyzji gospodarstw domowych odnośnie do oferowanej wielkości podaży pracy²⁰, ale również za pomocą decyzji przedsiębiorstw odnośnie do oferowanej wielkości produkcji²¹. W obu przypadkach kluczową rolę odgrywają oczekiwania tych podmiotów.

Analiza oczekiwań i decyzji gospodarstw domowych opiera się na klasycznej teorii wyboru: jej rozwinięciu, tj. analizie indywidualnej podaży pracy. Tym, co nowe, jest istnienie pewnego normalnego i oczekiwanego przez gospodarstwo domowe poziomu realnej stawki płacy.

W myśl klasycznej koncepcji indywidualnej podaży pracy gospodarstwo domowe reaguje zmianą oferowanej wielkości podaży pracy na zmianę realnej stawki płacy. W koncepcji nowych klasyków – na jej odchylenia od tego oczekiwanego jej poziomu. Podobnie więc (jak u klasyków) bezrobocie ma charakter dobrowolny, jednak wielkość oferowanej podaży pracy, a więc i wielkość produkcji wahają się, gdy gospodarstwa domowe podejmują decyzję o pracowaniu dziś mniej, bo oczekują, że będą pracować więcej jutro, gdy realna stawka płacy będzie wyższa, skoro dziś jest niższa niż ta normalna (pożądana, oczekiwana)²².

Oznacza to, że oczekiwania odnośnie do normalnej, realnej stawki płacy określają położenie krzywej podaży pracy i to one decydują o zmianach produktu potencjalnego (bo zmieniają naturalną stopę bezrobocia), za którym podąża faktyczny.

Drugim (wymienionym) sposobem wyjaśnienia przez nowych klasyków wahań zagregowanej podaży i udowodnienia, że są one związane z wahaniami stanu równowagi, jest koncepcja lucasowskiej funkcji podaży (*surprise supply function*) opartej

¹⁸ To twierdzenie jest więc silniejsze niż klasyczne, skoro ci dopuszczali zaburzenia kształtowania się cen.

¹⁹ Jest to jedno z ich trzech elementarnych twierdzeń – obok hipotezy racjonalnych oczekiwań i właśnie hipotezy zagregowanej podaży.

²⁰ R.E. Lucas, Jr., L.A. Rapping, *Real Wages, Employment, and Inflation*, „The Journal of Political Economy” 77(5), 1969, s. 721–754.

²¹ R.E. Lucas, Jr., *Expectations and the Neutrality of Money*, „Journal of Economic Theory” 4(1972), 1972, s. 103–124; idem, *Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs*, „The American Economic Review” 63(3), 1973, s. 326–334.

²² Z tego względu tę analizę określa się mianem międzyokresowej substytucji pracy (*intertemporal substitution of labor and leisure*). Przyjmowane jest założenie, że bieżące zmiany realnej stawki płacy są przez podmioty uznawane za tymczasowe.

na problemie poprawnej ekstrakcji przez przedsiębiorstwa sygnału cenowego (*signal extraction problem*) płynącego do nich z rynku.

Punktem wyjścia jest stwierdzenie, że przedsiębiorstwa znają na bieżąco ceny sprzedawanych przez siebie produktów, lecz z opóźnieniem ceny pozostałych, tj. ogólny poziom cen. Natomiast decyzje produkcyjne podejmują w oparciu o relację swojej ceny i ogólnego ich poziomu, bo jej zmiana świadczy przecież o zmianie popytu na ich produkty.

Istnienie opóźnienia w poznaniu faktycznej stopy inflacji zmusza przedsiębiorstwa do antycypowania jej. I błędy wtedy właśnie popełniane są przyczyną wahań produkcji przedsiębiorstw i potencjalnej produkcji gospodarki.

A więc, gdy faktyczny wzrost ogólnego poziomu cen okaże się wyższy od wcześniej oczekiwanego – przedsiębiorcy nie doszacują inflacji, to okaże się, że podjęli błędną decyzję o zwiększeniu swojej produkcji. Odnieśli bowiem dane tempo wzrostu „swoich” cen do niższego (niż faktyczne) tempa wzrostu ogólnego ich poziomu. Błędnie uznali więc, że wzrasta relacja cen ich produktów do ogólnego poziomu cen; że wzrósł popyt na ich produkty. Skorygowanie błędu sprawi, że produkcja spadnie. Analogicznie, acz odwrotnie jest w sytuacji przeszacowania stopy inflacji przez przedsiębiorców.

Możemy więc ponownie stwierdzić, że wahania produkcji i zatrudnienia mogą mieć jedynie tymczasowy charakter, bo podmioty szybko korygują swoje błędy – produkcja potencjalna (a wraz z nią faktyczna) waha się wokół swojego naturalnego poziomu.

Dla polityki gospodarczej wnioski są istotne – jedynie zaskakując podmioty przez cenowe skutki ekspansji fiskalnej lub pieniężnej, możemy liczyć na krótkotrwały efekt ilościowy. Działa więc, choć krótkotrwale, jedynie szok popytowy. Gdyby przedsiębiorstwa miały pełną informację, to nie popełniałyby błędów w swoich oczekiwaniach odnośnie do stopy inflacji. Polityka ekspansywna nie byłaby wcale skuteczna tak, jak nie jest, gdy gospodarstwa domowe, „oczekując racjonalnie”, poprawnie przewidują cenowe skutki ekspansji dla ich płac.

2. Zagregowane wydatki a skuteczność ekspansywnej polityki gospodarczej

Drugą z wydzielonych grup teoretycznych koncepcji jest ta, gdzie uwzględnienie oczekiwań podmiotów zmienia wnioski dotyczące wydatkowych decyzji tych podmiotów, a tym samym ma wpływ na siłę prowadzonej ekspansywnej polityki gospodarczej.

Rozpocznijmy od tzw. efektu majątkowego Pigou. W ramach klasycznego modelu gospodarki ta teoretyczna konstrukcja służyła wyjaśnieniu sposobu, w jaki gospodarka wydostaje się z depresji. Ekonomisci klasyczni, a Arthur Cecil Pigou jest jednym z nich, konsekwentnie podkreślali znaczenie w tym względzie giętkich cen.

Niska aktywność gospodarcza idzie w parze z niskim poziomem cen, a dokładniej ze spowolnieniem tempa ich wzrostu lub nawet, co miało miejsce w okresie wielkiego kryzysu, ze spadkiem ich poziomu, czyli deflacją. W myśl majątkowego efektu Pigou deflacja, zwiększając realną wartość majątku podmiotów, przełoży się na zwiększenie ich skłonności do wydatkowania. To te rosnące wydatki pozwolą na przezwyciężenie depresji i przyniosą ożywienie, a potem rozkwit i inflację (a po nich przyjdą kolejne fazy w czterofazowym przebiegu klasycznego cyklu koniunkturalnego: znowu kryzys i depresja).

Doświadczenia wielkiego kryzysu pokazały jednak, że ten mechanizm nie uruchomił się zapewne, skoro mimo trwającej deflacji wydatki nie wzrastały. Tę sytuację tłumaczy się dziś, m.in. odwołując do oczekiwań²³. Trwająca deflacja rodzi przecież z czasem oczekiwania, że będzie trwać. I to w oczekiwaniu deflacji podmioty odkładają swoje wydatki w czasie: bo po co nabywać dziś, skoro jutro będzie można nabyć taniej. A takie decyzje utrzymują niską aktywność i deflację. Oczekiwania sprawiają, że nawet działający mechanizm cenowy (tj. spadek cen w kryzysie) nie pobudza wydatków²⁴.

W latach 40. XX w. Michał Kalecki²⁵ odniósł się do efektu majątkowego Pigou, zwracając uwagę, że deflacja podnosi wartość majątku podmiotów jedynie w tej części, w której ma on pokrycie w złocie. W odniesieniu do pozostałych jego składników, np. należności wynikających z posiadania oprocentowanych aktywów finansowych, jest bowiem inaczej. Mimo że deflacja podnosi wartość dla ich posiadaczy, to tak samo silnie ją obniża dla ich emitentów. A więc w skali gospodarki majątkiem netto nie są wszystkie jego składniki – na pewno jest pieniądz gotówkowy, czyli ten emitowany przez państwo (bank centralny).

²³ Bo innym argumentem jest np. ten zaproponowany przez Christinę Romer [Ch.D. Romer, *What Ended the Great Depression?*, „The Journal of Economic History” 52(4), 1992, s. 757–784], w myśl którego deflacja utrzymuje wysoką realną stopę procentową i to z tego powodu inwestycje są niskie. Są one niskie również dlatego (to kolejny argument), że hamuje je „keynesowska niepewność”, bardzo przecież silna w kryzysie. „Depresyjne” działanie ma również mechanizm fisherowskiego upłynniania długu (*distressselling*), który buduje deflacyjną spiralę [I. Fisher, *The debt-deflation theory of great depressions*, „Econometrica” 1(4), 1933, s. 337–357].

²⁴ Ekonomisci uważają dziś, że ta porażka (na gruncie teorii ekonomii) cenowego mechanizmu dostosowawczego uutorowała drogę dla akceptacji keynesowskiego pomysłu na bezpośrednie pobudzanie wydatków. Oczywiście deflacyjne oczekiwania były zapewne jedną tylko z przyczyn trwania depresji (obok wspomnianych w poprzednim przypisie).

²⁵ M. Kalecki, *Professor Pigou on “the classical stationary state”. A comment*, „The Economic Journal” 54(213), 1944, s. 131–132.

Ta obserwacja zyskała dodatkowego znaczenia w latach 70., gdy Robert Barro²⁶ zastanawiał się, czy majątkiem netto są obligacje skarbowe, których emitentem przecież, podobnie jak pieniądza, również jest państwo. Konstruując mikroekonomiczny model w ramach teorii wyboru (model nakładających się pokoleń), wyciągnął wniosek, że nie są, bo posiadacze papierów skarbowych wiedzą (oczekują), że oni, lub ich dzieci, będą obciążeni dodatkowymi podatkami, gdy w przyszłości państwo będzie wykupywać te papiery. Takie właśnie oczekiwania doprowadziły do znacznych zmian w kolejnej teoretycznej koncepcji dotyczącej wydatkowych decyzji podmiotów.

Ta koncepcja dotyczy makroekonomicznych skutków ekspansji fiskalnej polegającej na finansowaniu deficytem obniżki podatków. W myśl analiz (o keynesowskim charakterze), które Douglas Elmendorf oraz Gregory Mankiw²⁷ nazwali „makroekonomią konwencjonalną”, dodatkowy bieżący dochód rozporządzalny otrzymany dzięki tej obniżce gospodarstwa domowe przeznaczą w części na konsumpcję. Ten autonomiczny wzrost wydatków uruchomi więc proces ilościowego i mnożnikowego tworzenia dochodu i produktu. Pobudzona zostanie aktywność gospodarcza – ekspansywna polityka fiskalna będzie skuteczna.

Z punktu widzenia pomysłu R. Barro istotne jest jednak to, że obniżka podatków sfinansowana została z deficytu budżetowego, tj. emisją skarbowych papierów wartościowych. Te papiery znalazły się w portfelach finansowych aktywów ich nabywców, lecz wcale (w myśl tego pomysłu) nie podniosły wartości ich majątku. Jest tak, bo – jak wspominałem – ta emisja rodzi oczekiwania przyszłego wzrostu podatkowych obciążeń, a jak wykazał Barro, bieżąca wartość przyszłego obniżenia majątku jest równa bieżącemu jego wzrostowi. Stąd wniosek, że majątek międzyokresowy – majątek netto nie zmienia się wtedy.

Obligacje skarbowe nie są jego składnikiem, więc ich emisja nie może zmienić konsumpcji podmiotów. I (w myśl modelu R. Barro) nie ma znaczenia, że oczekiwane zwiększenie podatkowych obciążeń może dotyczyć przyszłego, a nie bieżącego pokolenia podmiotów. Ekspansja fiskalna finansowana długiem w warunkach takich oczekiwań nie może więc być skuteczna. Tę koncepcję nazywa się dziś w ślad za Jamesem Buchananem²⁸ ricardiańskim teorematem ekwiwalentności. Jest ona przedmiotem powracających dyskusji teoretyków ekonomii²⁹.

²⁶ R. Barro, *Are government bonds net wealth?*, „The Journal of Political Economy” 82(6), 1974, s. 1095–1117.

²⁷ D.W. Elmendorf, N.G. Mankiw, *Government debt*, „NBER Working Paper” 6470, 1998.

²⁸ J.M. Buchanan, *Barro on the Ricardian Equivalence Theorem*, „The Journal of Political Economy” 84(2), 1976, s. 337–342.

²⁹ Na marginesie dodam, że rozważając czynniki decydujące o konsumpcyjnych wydatkach gospodarstw domowych, ekonomiści zwracają uwagę na dochód (bieżący, permanentny, hipotezę cyklu życia) oraz majątek. Koncepcja Barro odwołuje się do majątku, choć keynesowski mechanizm podkreśla znaczenie bieżącego

Omówione koncepcje dotyczą wydatków konsumpcyjnych. W odniesieniu do inwestycyjnych znaczenie oczekiwań widać bardzo wyraźnie na przykładzie keynesowskiej modyfikacji fisherowskiej koncepcji determinant inwestycji.

W myśl tej fisherowskiej³⁰ inwestycje są określane przez interakcję między „niecierpliwością” oraz „korzyścią”. Niecierpliwość cechuje podmiot, który dokonuje wyboru między wydatkowaniem a oszczędzaniem – konsumowaniem dziś a konsumowaniem jutro³¹. Podmiot dokonuje alokacji swojej konsumpcji w czasie. Cechuje go niecierpliwość, bo preferuje konsumowanie dziś i tylko odpowiednio wysoki poziom rynkowej stopy procentowej może wynagrodzić mu odłożenie jej w czasie. Stopa procentowa gwarantuje mu bowiem, że zaoszczędzenie dziś da mu wyższą konsumpcję jutro; więc im stopa procentowa jest wyższa, tym wyższa będzie wielkość dzisiejszych oszczędności.

Korzyść motywuje tych, którzy podejmują decyzje o inwestowaniu, czyli budowaniu kapitału trwałego. „Dojrzała inwestycja”, czyli funkcjonujący już aparat produkcyjny daje dochód (czy strumień przepływów pieniężnych), więc inwestujący oceniając projekt inwestycyjny, porównuje ze sobą bieżącą wartość tego przyszłego dochodu oraz koszt bieżącego nakładu (kapitału płynnego) niezbędny do otrzymania go (koszt zbudowania tego zasobu kapitału trwałego).

Wartość bieżącą przyszłego dochodu wyznacza się przy danej stopie procentowej (zwanej wtedy stopą dyskontową)³². A ponieważ dla każdego projektu inwestycyjnego istnieje pewien jej poziom nazywany fisherowską stopą zwrotu ponad koszt (keynesowską MEK, a dziś: wewnętrzną stopą zwrotu), przy której inwestujący osiąga próg rentowności, to podjęcie decyzji inwestycyjnej zależy od poziomu rynkowej stopy procentowej. Będą więc podjęte wszystkie te projekty, których stopa zwrotu ponad koszty jest wyższa od rynkowej stopy procentowej, bo tylko wtedy inwestowanie, a nie oszczędzanie (np. w oprocentowanych aktywach przy rynkowej stopie procentowej – koszcie alternatywnym inwestowania) daje wyższy dochód. Ponieważ

dochodu. Zwolennicy ricardiańskiego teorematu ekwiwalentności podają więc dodatkowy argument. Otóż to nie bieżący, lecz permanentny dochód decyduje o konsumpcji, a znaczy to tyle, że wydatkowane są tylko te zmiany dochodu, które są uznawane za trwałe (permanentne), podczas gdy tymczasowe są oszczędzane. A przecież, jak wykazał Barro, obniżki podatków finansowane z deficytu muszą być uznawane za tymczasowe.

³⁰ I. Fisher, *The Rate of Interest*, Macmillan, New York 1907, rozdz. V–VIII oraz *The impatience theory of Interest*, „The American Economic Review” 3(3), 1913, s. 610–618.

³¹ Dzisiejsze oszczędności „dają” jutrzejszą konsumpcję.

³² Określa ona zarówno koszt pozyskania kapitału zewnętrznego, jak i własnego, bo przecież alternatywą dla inwestowania (budowania kapitału trwałego) i otrzymania (gdy inwestycje już „dojrzeją”) przyszłego strumienia dochodu (czy strumieni pieniężnych) jest nabywanie praw do dochodu odsetkowego przez zakup oprocentowanych aktywów finansowych – rynkowa stopa procentowa jest kosztem alternatywnym kapitału własnego. Ze względu na łączenie źródeł finansowania rynkową stopę procentową zastępuje się często przez tzw. średni ważony koszt kapitału (ang. WACC).

projektów o wysokich stopach zwrotu ponad koszty jest mniej niż tych o niskich, to wzrost rynkowej stopy procentowej zmniejsza inwestycyjne wydatki przedsiębiorstw, a jej spadek – zwiększa³³.

Inwestycje są finansowane z oszczędności, a jak widzimy, ta fisherowska (klasyczna) analiza pokazuje, że obie te kategorie są mocno związane z rynkową stopą procentową. Istnieje więc ścisły stabilny i funkcyjny związek między nimi, dokonujący się za pośrednictwem rynkowej stopy procentowej³⁴.

Należy jednak podkreślić, że ten stabilny związek istnieje, bo przyjmuje się, że inwestujący potrafi określić przyszły dochód z inwestycji. Ale jeśli zamiast tego przyjmujemy, że ten dochód jest tylko antycypowany, to diametralnie zmienia się wniośki analizy.

W myśl analiz J.M. Keynesa³⁵ ten przyszły dochód nie może być pewny, a jedynie oczekiwany, bo jest przecież właśnie przyszły. A ponieważ przyszłość jest (z natury rzeczy) niepewna, to i dotyczące jej oczekiwania muszą być niepewne. Dlatego są bardzo zmienne. Bardzo zmienny jest więc ten oczekiwany przyszły dochód z inwestycji.

Związek inwestycji z rynkową stopą procentową jest zatem bardzo luźny. Oczekiwania są ważniejsze niż ilościowe kalkulacje, nawet jeśli są precyzyjne³⁶. Jak pamiętamy, w kwestii decyzji inwestycyjnych J.M. Keynes odwołuje się przede wszystkim do irracjonalnego pesymizmu/optymizmu podmiotów oraz zachowań stadnych³⁷.

³³ Dodatkowo można argumentować, że im wyższe są wydatki inwestycyjne, tym wyższa jest presja na ceny czynników wytwórczych. Wyższe ich ceny oznaczają z kolei, że bieżący nakład kapitału płynnego musi być wyższy. Wtedy tylko niższa stopa procentowa może zapewnić opłacalność kolejnych projektów inwestycyjnych. Kluczowe jest to, że wraz ze zmianą liczby opłacalnych projektów proporcjonalnie zmienia się liczba podjętych decyzji inwestycyjnych.

³⁴ Te zależności tworzą tzw. klasyczny rynek oszczędności, gdzie ich ceną jest rynkowa stopa procentowa. Został on potem rozwinięty do postaci rynku funduszy pożyczkowych (modelu Robertsona–Ohlina). Wplecione dodatkowo zostały kwestie pieniężne oraz ogólny poziom cen. Powstał tzw. wicksellowski proces cenowych dostosowań (równoważący ten rynek). Zob. np. D.H. Robertson, *Industrial Fluctuation and the Natural Rate of Interest*, „The Economic Journal” 44(176), 1934, s. 650–656.

³⁵ J.M. Keynes, *The Collected Writings. The General Theory*, Macmillan, London 1973, rozdz. 12.

³⁶ Precyzja jest złudna, bo daje nam pożądane, choć fałszywe poczucie „bezpieczeństwa”. A jak wiemy, z „nauki Keynesa płynie znany dziś wszystkim wniosek, że niepewności związanej z przyszłością nie da się przypisać żadnego prawdopodobieństwa”. Odnosząc się do takiej „bezrozumnej złożoności” (R. Skidelsky, *Keynes. Powrót Mistrza*, op.cit., s. 14) zmatematyzowanych modeli ekonomicznych, Willem Buijer napisał na swoim blogu (z dn. 3.03.2009), że niestety bezużyteczna jest większość dzieł współczesnej makroekonomii.

³⁷ W liście do swojego ojca J.M. Keynes napisał w 1908 r. (cyt. za: R. Skidelsky, *J.M. Keynes. A Biography*, T. 1, Palgrave, Macmillan, London 1983, s. 208): „Na inwestora wpływać będą nie – jak się wydaje – przychody netto, jakie faktycznie uzyska ze swych inwestycji w długim okresie, ale jego oczekiwania. Zależą one często od mody, od reklamy albo czysto irracjonalnych fal optymizmu, bądź pesymizmu”. Zob. też *The Collected Writings...*, op.cit., s. 154 oraz M.J. Keynes, *A Treatise on Money*, Macmillan, London 1953, rozdz. 12–13.

Na marginesie dodajmy, że z tego właśnie wynika keynesowski argument za ekspansją fiskalną państwa. To ona ma przez pobudzenie produkcji i wtórnego popytu tworzyć te „dobre” oczekiwania i stymulować inwestycje; być może właśnie niezależnie od rynkowej stopy procentowej. W tym miejscu dwie uwagi.

Obok tego decyzje dotyczące konsumowania i oszczędzania są związane z bieżącym dochodem podmiotów³⁸, a nie ze stopą procentową, która – na dodatek – też jest bardzo zmienna³⁹.

Uwzględnienie oczekiwań sprawia więc, że w analizie keynesowskiej znika klasyczny rynek oszczędności, tak że oszczędności, inwestycje oraz rynkowa stopa procentowa przestają być ze sobą sprzęgnięte. Takie wnioski mają decydujące znaczenie w innych teoretycznych analizach, bo wynika z nich przecież, że generalnie tylko trend może być taki, jaki wynika z fisherowskiej analizy determinant inwestycji. Wysoka zmienność oczekiwań będzie bowiem sprawiać, że inwestycje mogą nawet rosnąć mimo rosnących stóp procentowych i maleć mimo ich spadku.

3. Popyt na pieniądz a skuteczność ekspansywnej polityki pieniężnej

Rozważania o ostatniej grupie koncepcji – tych, które są związane z popytem na pieniądz i skutecznością polityki pieniężnej, rozpoczniemy od ilościowej teorii pieniądza. Ta koncepcja oraz jej współczesne rozwinięcie, czyli analiza stworzona przez M. Friedmana – nowa ilościowa teoria pieniądza (Friedman 1956, 1970), podkreślają związek wielkości popytu na pieniądz z ogólnym poziomem cen. O ile jednak w ilościowej teorii ta wielkość jest związana tylko z danym, nazwijmy go: faktycznym poziomem cen, o tyle w ujęciu Friedmana jako dodatkowa zmienna pojawia się oczekiwana stopa inflacji⁴⁰. I przez to odmienność oddziaływania oczekiwań na wielkość popytu na pieniądz staje się wyraźna: rosnący poziom cen podnosi wielkość popytu na pieniądz, bo wyższa nominalna wartość transakcji wymaga wyższego zasobu

Pierwsza: to nie jest jedyny argument za pobudzeniem popytu. Inny jest związany z rynkiem pracy i zwiększaniem popytu na pracę przez obniżanie realnej stawki płacy za pomocą wywołanego wzrostu cen, a nie przez spadek nominalnej, która jest usztywniona od dołu. Druga uwaga (zob. przypis 41): keynesowska IRR, tzw. MEK maleje wraz z ekspansją (maleją ceny wytwarzanych dóbr i spodziewany dochód, a rosną ceny czynników wytwórczych), a więc trwanie ekspansji wymaga dalszego coraz silniejszego obniżania rynkowej stopy procentowej.

³⁸ Przez krańcowe skłonności do konsumowania i oszczędzania.

³⁹ W analizie keynesowskiej stopa procentowa kształtuje się niezależnie od oszczędności i inwestycji. Jest bardzo zmienna, bo decyduje o niej popyt na pieniądz, a nie oszczędności – tak wynika z jego analizy preferencji płynności. Jej duża zmienność jest związana z dużą zmiennością tego popytu – w spekulacyjnej jego części, powodowaną przez oczekiwania podmiotów odnośnie do jej przyszłego poziomu. Zob. w: J.M. Keynes, *Alternative Theories of the Rate of Interest*, „The Economic Journal” 47(186), 1937, s. 241–252.

⁴⁰ Oczekiwania powstają w wyniku bieżącego wzrostu cen – są budowane na podstawie bieżącej stopy inflacji – „adaptują się” do danej sytuacji.

pieniądza (przy danej szybkości jego obiegu), by ich dokonać. Jednak oczekiwanie wzrostu cen obniża ją – oczekując spadku siły nabywczej pieniądza, podmioty będą „uciekać” od niego w oprocentowane aktywa finansowe, których oprocentowanie zabezpieczy je przed tą utratą wartości⁴¹.

W myśl keynesowskiej analizy popytu na pieniądź (preferencji płynności)⁴² ekspansja pieniężna uruchamia (tzw. kredytowy) mechanizm transmisji impulsu pieniężnego do realnej sfery gospodarki. Działa on tak: przyrost podaży pieniądza „wylewa się” na rynek kapitałowy i podnosi ceny oprocentowanych aktywów finansowych⁴³. Ten wzrost obniża stopy dochodowości z nich⁴⁴. Za tą obniżką „pójdą” rynkowe stopy procentowe, bo te kategorie zmieniają się razem i w tę samą stronę. A niższe stopy procentowe powinny⁴⁵ pobudzać inwestycyjne wydatki przedsiębiorstw.

Jednakże w samej teorii preferencji płynności są uwzględnione oczekiwania podmiotów i to one prowadzą do zjawiska, które unieruchamia tę pieniężną ekspansję – chodzi o zjawisko keynesowskiej pułapki płynności.

Wraz z coraz silniejszym spadkiem rynkowej stopy procentowej odchyła się ona od poziomu, który podmioty uznają za normalny (taki, do którego ich zdaniem stopa powróci, bo wokół niego oscyluje). Następuje wtedy ujednolicanie się oczekiwań podmiotów – coraz więcej z nich podejmuje takie same decyzje i presja tych decyzji zaczyna przynosić makroekonomiczne skutki.

Im więc niższa jest rynkowa stopa procentowa, tym większa liczba podmiotów spodziewa się jej wzrostu – powrotu do „normy”. Spodziewając się wzrostu rynkowej stopy procentowej, podmioty spodziewają się spadku cen oprocentowanych aktywów: strat kapitałowych. Wtedy każdą dodatkową wielkość podaży pieniądza (dostarczaną przez bank centralny) będą absorbować, tj. gromadzić, a nie kierować

⁴¹ Wychodząc poza ilościową teorię, dodam, że z tego właśnie względu oczekiwania inflacji czy deflacji, zmieniając wielkość popytu na pieniądź, mogą oddziaływać na rynkową stopę procentową i tym samym na skuteczność polityki pieniężnej – o tych kwestiach pisałem szczegółowo w książce: M. Krawczyk, *Pułapka płynności a monetarna akomodacja fiskalnej ekspansji*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013.

⁴² J.M. Keynes, *The Collected Writings...*, op.cit., rozdz. 13, 15, 17.

⁴³ W analizie Keynesa pieniądź jest alternatywą dla oprocentowanych aktywów finansowych, bo mimo że nie daje odsetkowego dochodu, to posiada cechę, której tamte nie mają – płynność. A ponieważ dochód z oprocentowanych aktywów to nie tylko odsetki, lecz również ewentualne zyski kapitałowe, to płynność jest pożądana, by móc obracać tymi aktywami; stąd spekulacyjny motyw i wysoka niestabilność popytu na pieniądź (podmiot nie zna przyszłych cen oprocentowanych aktywów – oczekuje pewnych ich poziomów). Pieniądź jest więc podmiotom potrzebny nie tylko do nabywania dóbr i usług, lecz również oprocentowanych aktywów finansowych. To dlatego rosnąca wielkość jego podaży „wylewa się” na rynek kapitałowy, a nie tylko – jak w myśl ilościowej teorii pieniądza – na rynek dóbr i usług (co najdobitniej jest ujęte w klasycznym równaniu wymiany Fishera).

⁴⁴ Stopy dochodowości są związane odwrotną zależnością z cenami oprocentowanych aktywów finansowych.

⁴⁵ Z zastrzeżeniami wcześniej przedstawionymi.

na zakup oprocentowanych aktywów finansowych – makroekonomiczny portfel staje się homogeniczny.

Brak presji na wzrost cen tych aktywów nie będzie zatem wywierać presji na spadek stopy procentowej. Tak więc ekspansywna polityka pieniężna, której celem jest pobudzenie wydatków, będzie nieskuteczna, bo nie obniży już rynkowej stopy procentowej. Będzie tak, mimo że w jej wyniku rośnie wielkość podaży pieniądza – a nie musi, bo przecież możemy tu, choć w innym kontekście, to w ślad za J.M. Keynesem powiedzieć, że „między szklanką a ustami sporo się wylewa”. Ale to już odrębna kwestia – „współczesnego”, a nie keynesowskiego rozumienia pułapki płynności.

Keynesowska analiza preferencji płynności ma pewną cechę, którą ekonomiści uznawali za wadę i dlatego modyfikacja oczekiwań dokonana przez J. Tobina⁴⁶ potraktowana została jako ulepszenie.

Otóż Keynes analizował decyzje jednostki odnośnie do jej popytu na pieniądź, przyjmując istnienie normalnego poziomu stopy procentowej. Na jego podstawie (relacji rynkowej stopy do niego) jednostka formułowała swoje oczekiwania odnośnie do jej przyszłego poziomu i decydowała o strukturze portfela finansowych aktywów (decydowała m.in. o popycie na pieniądź). Problem polegał na tym, że jednostka podejmowała decyzje tak, jak gdyby była pewna, że zrealizują się jej oczekiwania. Gdy rynkowa stopa procentowa była ponad normalnym dla jednostki poziomem, to oczekiwała jej spadku, lecz decyzję podejmowała tak, jakby była jego pewna. I dlatego mogła pozwolić sobie na utrzymywanie w portfelu tylko oprocentowanych aktywów finansowych (lub tylko pieniądza, gdy stopa była poniżej tego poziomu).

W takich warunkach okazywało się, że w zależności od relacji poziomów rynkowej i „normalnej” stopy procentowej portfel jednostki był tworzony tylko przez jeden z aktywów: pieniądź lub oprocentowane aktywa finansowe – był homogeniczny. Zróżnicowany mógł być dopiero zagregowany (makroekonomiczny) portfel, bo każda jednostka miała przecież odmienny normalny poziom stopy procentowej. Rzeczywistość jest jednak przecież inna.

W analizach J. Tobina⁴⁷ oczekiwania stają się bardziej „wyrafinowane”, bo jednostka formułuje je, uwzględniając określone ryzyko otrzymania dochodu z portfela – pewność określonej zmiany stopy procentowej została zastąpiona przez ryzyko jej wystąpienia. Swoją decyzję o strukturze portfela podejmuje, akceptując to ryzyko lub

⁴⁶ J. Tobin, *Liquidity preference as behavior towards risk*, „Cowles Foundation Paper” 118, 1958, s. 1–22; idem, *The theory of portfolio selection*, w: *The theory of interest rates*, red. F.H. Hahn, F.P.R. Brechling, Macmillan, London 1965, s. 3–51; J. Tobin, S.S. Golub, *Money, credit and capital*, Ch. 4: *Portfolio Selection with Imperfectly Predictable Assets*, McGraw-Hill, Boston 1998.

⁴⁷ J. Tobin, *Asset Accumulation and Economic Activity. Reflections on Contemporary Macroeconomic Theory*, The University of Chicago Press, Chicago 1980 oraz J. Tobin, W. Buiter, *Fiscal and Monetary Policies, Capital Formation and Economic Activity*, „Cowles Foundation Paper” 523, 1980, s. 73–151.

też nie. Dlatego w tobinowskiej teorii popytu na pieniądź zróżnicowany jest nawet indywidualny portfel aktywów finansowych – oczekując określonej zmiany rynkowej stopy procentowej, podmiot podejmuje decyzję o zmianie struktury portfela: więcej pieniądza lub oprocentowanych aktywów finansowych.

Lecz i tę tobinowską analizę można przenieść na kolejny poziom – znowu za pomocą oczekiwań. Dokonajmy więc pewnych modyfikacji. Po pierwsze, w zasobie oprocentowanych aktywów finansowych wyodrębnijmy krótko- i długoterminowe. Istotą różnicy między nimi jest wyższa premia za ryzyko posiadania długoterminowych (bo są mniej płynne), a więc i silniejsze zmiany ich cen: dają one wyższe zyski kapitałowe, gdy ceny oprocentowanych aktywów wzrastają, ale i silniejsze straty, gdy one maleją. Po drugie, przyjmijmy, że przekonanie⁴⁸ o określonej zmianie rynkowej stopy procentowej rośnie wraz z oddalaniem się jej od normalnego dla jednostki jej poziomu. Można więc rozważać stopę procentową daleko i blisko w stosunku do normalnego jej poziomu⁴⁹.

A więc gdy rynkowa stopa procentowa znajduje się „relatywnie blisko” ponad normalnym jej poziomem, to (z analizy J.M. Keynesa) wiemy, że podmioty preferują oprocentowane aktywa nad pieniądź. Skoro jest „blisko”, to na podstawie przyjętego założenia można stwierdzić, że oczekiwania podmiotów odnośnie do wzrostu cen tych aktywów są słabe. Przyjmijmy więc dalej, że podmioty nie preferują długoterminowych nad krótkoterminowe. Możemy stwierdzić, że będą wtedy zwiększać popyt na jedno i drugie. Rynkowa stopa procentowa będzie zatem maleć i zmierzać w kierunku normalnego jej poziomu.

Zauważmy teraz, że im silniejsze będą oczekiwania wzrostu cen oprocentowanych aktywów (gdy rynkowa stopa znajduje się „relatywnie daleko” ponad normalnym jej poziomem), tym bardziej wzrastać będzie popyt przede wszystkim lub jedynie na długoterminowe papiery⁵⁰. Tylko długoterminowe stopy będą wtedy maleć, podczas gdy krótkoterminowe będą stabilne – będzie zwięźać się terminowa struktura stóp. Będzie się to dziać ponad normalnym poziomem stopy procentowej, więc rynkowa stopa nie powróci do swojego normalnego poziomu. Może utrwalić się ona „relatywnie wysoko”, a wtedy podmioty mogą zweryfikować swoje normalne poziomy stopy procentowej – dostosować je do tego utrwalonego wyższego rynkowego.

Podobnie, a może z większym prawdopodobieństwem z czasem podmioty zweryfikowałyby swoje oczekiwania odnośnie do normalnego poziomu stopy procentowej

⁴⁸ Stopień pewności, z jakim oczekujemy danej zmiany (żywimy na nią nadzieję, jeśli jest pożądana).

⁴⁹ Z pewnych i innych względów, których teraz nie będę rozwijać, przyjmę w ślad za Keynesem poziom, a nie przedział normalnej stopy procentowej, jak to analizowałem w książce M. Krawczyk, op.cit.

⁵⁰ Silnie oczekiwany wzrost cen papierów da przecież większe (oczekiwane) zyski na długoterminowych aktywach finansowych.

– dostosowałyby się do wyższego rynkowego jej poziomu, gdyby nabywały długoterminowe aktywa nie tylko „za pieniądź”, ale również „za krótkoterminowe”. Wtedy bowiem zwięzająca się terminowa struktura stóp w całości przesunęłaby się w górę⁵¹.

Analogicznie można wnioskować w przypadku, gdy rynkowa stopa procentowa znajduje się poniżej normalnego dla jednostki poziomu. Tutaj jednak okazuje się, że to przy niewielkiej różnicy między rynkową a normalną stopą rozszerza się terminowa struktura stóp procentowych, a gdy ucieczka od długoterminowych aktywów finansowych dokonuje się w krótkoterminowe, a nie pieniądź, to dodatkowo w dół przesunęła się cała krzywa dochodowości⁵². Teraz może utrwalić się relatywnie niska rynkowa stopa procentowa, gdy z czasem to do niej będzie dostosowywać się normalny jej poziom.

Gdy rynkowa stopa jest „zdecydowanie poniżej” normalnego jej poziomu i oczekiwanie spadku cen oprocentowanych aktywów są silne, to spadek popytu na zarówno krótko-, jak i długoterminowe oprocentowane aktywa podniesie rynkową stopę procentową – w górę przesunie całą krzywą dochodowości i rynkowa stopa procentowa może powrócić do normalnego jej poziomu⁵³.

Takie wzajemne oddziaływanie oczekiwań i rynkowej stopy procentowej niesie określone konsekwencje. Oznacza ono bowiem (na przykład), że konsekwentna, choć łagodna ekspansywna polityka banku centralnego, w której wyniku rynkowa stopa procentowa maleje, może doprowadzić do utrwalenia się tych obniżek, bo dostosowania się (do niej) normalnego jej poziomu i oczekiwań (odnośnie do niego). Powrót do wyższych jej poziomów staje się wtedy bardzo trudny, bo wymaga silnego jej wzrostu, skoro tylko on uruchamia mechanizm, który może go tam ustabilizować.

Zakończenie

Konstrukcja oczekiwań podmiotów gospodarczych utrwaliła się już w teorii ekonomii, bo znaczenie oczekiwań w jej teoretycznych koncepcjach jest ogromne. Jak widzimy, ich uwzględnienie niejednokrotnie „odwraca” wnioski płynące z tych

⁵¹ Dokładniej rozważam te kwestie we wspomnianej książce – również przyczyny odbiegania stopy procentowej od swojego normalnego poziomu.

⁵² Gdy stopa procentowa jest poniżej, to podmioty spodziewają się jej wzrostu i spadku cen oprocentowanych aktywów. Gdy te oczekiwania są silne (stopa relatywnie daleko), to uciekają one od oprocentowanych aktywów, a gdy są słabe (stopa relatywnie blisko), to uciekają tylko od tych, na których mogą stracić najwięcej – długoterminowych.

⁵³ Stopa procentowa zmienia się skokowo – dyskrecjonalnie, a liniowo – w sposób ciągły. Gdyby tak nie było, to można argumentować, że wchodząc w obszar „słabych oczekiwań”, utknęłaby tam.

koncepcji. Stąd odwrotne też stają się zalecenia dla polityki gospodarczej. A więc, jak pokazałem w części pierwszej, oczekiwania mogą sprawić, że jedynym skutkiem polityki fiskalnej czy pieniężnej będą zmiany ogólnego poziomu cen, a nie produkcji i zatrudnienia w gospodarce, gdy na ich podstawie pracownicy i pracodawcy będą podejmować określone decyzje. Podobne ostatecznie skutki przyniosą określone oczekiwania nabywców, determinując ich decyzje wydatkowe – co widzieliśmy w części drugiej. Z części trzeciej płynie wniosek, że w pewnych warunkach oczekiwania podmiotów gromadzących oszczędności mogą sprawić, że niski poziom rynkowych stóp procentowych stanie się zagrożeniem. Będzie tak, gdy utrwali się przy niskiej aktywności gospodarczej. Stąd trwałość niskich stóp, jeśli towarzyszą jej niska inflacja (może nawet deflacja) i niska aktywność gospodarcza (której nie można pobudzić kolejną obniżką, gdy stopa jest już około 0), staje się wyzwaniem zarówno dla polityków gospodarczych, jak i teoretyków ekonomii. Kluczowe bowiem staje się wtedy (jak widać z tej i poprzednich analiz, a o czym wszyscy już wiemy) skuteczne sterowanie oczekiwaniami podmiotów. A jak widzieliśmy na przedstawionych przykładach, świadomość ich znaczenia zmieniła nasz pogląd na teorię ekonomii, opisywane przez nią mechanizmy funkcjonujące w gospodarce oraz sposób prowadzenia polityki gospodarczej.

Literatura

- Barro R., *Are government bonds net wealth?*, „The Journal of Political Economy” 82(6), 1974, s. 1095–1117.
- Barro R.J., *Rational Expectations and the Role of Monetary Policy*, „Journal of Monetary Economics” 2(1976), 1976, s. 1–32.
- Buchanan J.M., *Barro on the Ricardian Equivalence Theorem*, „The Journal of Political Economy” 84(2), 1976, s. 337–342.
- Elmendorf D.W., Mankiw N.G., *Government debt*, „NBER Working Paper” 6470, 1998.
- Fisher I., *The debt-deflation theory of great depressions*, „Econometrica” 1(4), 1933, s. 337–357.
- Fisher I., *The impatience theory of Interest*, „The American Economic Review” 3(3), 1913, s. 610–618.
- Fisher I., *The Rate of Interest*, Macmillan, New York 1907.
- Friedman M., *The Quantity Theory of Money. A restatement*, w: *Studies in the Quantity Theory of Money*, red. M. Friedman, University of Chicago Press, Chicago 1956.
- Friedman M., *The role of monetary policy*, „The American Economic Review” 58(1), 1968, s. 1–17.

- Friedman M., *A theoretical framework for monetary analysis*, „The Journal of Political Economy” 78(6), 1970, s. 1385–1386.
- Kalecki M., *Professor Pigou on “the classical stationary state”. A comment*, „The Economic Journal” 54(213), 1944, s. 131–132.
- Keynes J.M., *Alternative Theories of the Rate of Interest*, „The Economic Journal” 47(186), 1937, s. 241–252.
- Keynes J.M., *The Collected Writings. The General Theory*, Macmillan, London 1973.
- Keynes J.M., *A Treatise on Money*, Macmillan, London 1953.
- Krawczyk M., *Pułapka płynności a monetarna akomodacja fiskalnej ekspansji*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013.
- Lipsey R., *The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1862–1957: a further analysis*, „Economica. New Series” 27(105), 1960, s. 1–31.
- Lucas R.E., Jr., *Expectations and the Neutrality of Money*, „Journal of Economic Theory” 4(1972), 1972, s. 103–124.
- Lucas R.E., Jr., *Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs*, „The American Economic Review” 63(3), 1973, s. 326–334.
- Lucas R.E., Jr., Rapping L.A., *Real Wages, Employment, and Inflation*, „The Journal of Political Economy” 77(5), 1969, s. 721–754.
- Phelps E.S., *Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment Over Time*, „Economica. New Series” 34(135), 1967, s. 254–281.
- Phillips A.W., *The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861–1957*, „Economica” 25(100), 1958, s. 283–299.
- Robertson D.H., *Industrial Fluctuation and the Natural Rate of Interest*, „The Economic Journal” 44(176), 1934, s. 650–656.
- Romer C.D., *What Ended the Great Depression?*, „The Journal of Economic History” 52(4), 1992, s. 757–784.
- Sargent T.J., Wallace N., *Rational Expectations and the Theory of Economic Policy*, „Journal of Monetary Economics” 83(2), 1976, s. 169–183.
- Sargent T.J., Wallace N., *“Rational” Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule*, „Journal of Political Economy” 83(2), 1975, s. 241–254.
- Skidelsky R., *J.M. Keynes. A Biography*, T. 1, Palgrave, Macmillan, London 1983.
- Skidelsky R., *Keynes. Powrót Mistrza*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa 2012.
- Tobin J., *Asset Accumulation and Economic Activity. Reflections on Contemporary Macroeconomic Theory*, The University of Chicago Press, Chicago 1980.
- Tobin J., *Liquidity preference as behavior towards risk*, „Cowles Foundation Paper” 118, 1958, s. 1–22.

Tobin J., *The theory of portfolio selection*, w: *The theory of interest rates*, red. F.H. Hahn, F.P.R. Brechling, Macmillan, London 1965, s. 3–51.

Tobin J., Buiter W., *Fiscal and Monetary Policies, Capital Formation and Economic Activity*, „Cowles Foundation Paper” 523, 1980, s. 73–151.

Tobin J., Golub S.S., *Money, credit and capital*, McGraw-Hill, Boston 1998.

Expectations of business entities and changes in the theory of economics

The paper describes different approaches in the theory of economics (from Phillips curve through ricardian equivalence theorem to the demand for money) to the expectations of business entities on the future shape of basic macroeconomic aggregates. Inclusion of such expectations in theoretical framework of economics changes described economic processes and leads to change in the conclusions.

Keywords: expectations, aggregated demand, Phillips curve, spending decisions, demand for money, fiscal policy, monetary policy

Attentes des entités commerciales et changements dans la théorie de l'économie

L'article décrit différentes approches de la théorie de l'économie (à partir de la courbe de Phillips à travers le théorème d'équivalence ricardienne, jusqu'à la demande d'argent) envers les attentes des entités commerciales quant à la forme future des agrégats macro-économiques de base. L'inclusion de ces attentes dans le cadre théorique de l'économie change des processus économiques décrits et conduit aux changements dans les conclusions.

Mots-clés: attentes, demande agrégée, courbe de Phillips, décisions de dépenses, demande d'argent, politique budgétaire, politique monétaire

Ожидания субъектов экономических отношений и изменения в экономической теории

В статье представлены вопросы экономической теории, связанные с ожиданиями субъектов экономических отношений будущего формирования основных макроэкономических агрегатов. Включение ожиданий в концепции экономической теории меняет ход экономических процессов и, следовательно, приводит к изменению выводов.

Статья разделена на три части. Первая относится к эволюции взглядов экономистов по вопросу совокупного предложения – в экономической теории известному как дискуссия о т. н. кривой Филлипса. Во второй части представлены разные точки зрения на решения по расходам, включая дебаты вокруг концепции т. н. теоремы эквивалентности Рикардо. Третья касается спроса на деньги – взаимосвязи между изменениями его размера и изменениями рыночных процентных ставок. В каждой из частей внимание уделяется значению ожиданий экономических агентов в рассматриваемых теоретических анализах.

Ключевые слова: ожидания, совокупное предложение, кривая Филлипса, решения по расходам, спрос на деньги, фискальная политика, денежно-кредитная политика