



**Natalia Iwaszczuk**

AGH Akademia Górniczo-Hutnicza w Krakowie  
Wydział Zarządzania  
Katedra Zarządzania w Energetyce  
niwaszcz@zarz.agh.edu.pl

**Stanisław Szydło**

AGH Akademia Górniczo-Hutnicza w Krakowie  
Wydział Zarządzania  
Katedra Zarządzania w Energetyce  
sszydło@zarz.agh.edu.pl

## EWOLUCJA TEORII STÓP PROCENTOWYCH

**Streszczenie:** Artykuł został poświęcony analizie prac naukowych z zakresu rynkowych stóp procentowych. Szczegółowo opisano w nim m.in. teorie: klasyczne, preferencji płynności, neoklasyczne i postkeynesowskie. Autorzy bliżej przyglądają się modelowi wyznaczania stopy procentowej Irvinga Fishera, teorii procentu Johna Maynarda Keynesa oraz postkeynesowskiemu ujęciu stopy procentowej w teorii zapasów. W zaprezentowanych teoriach poszukują wzajemnych związków nie na drodze prostych zależności, ale opierając się na konsekwencjach, jakie rodzą dla realnej gospodarki.

**Słowa kluczowe:** stopa procentowa, podaż pieniądza, popyt na pieniądz, oszczędności, inwestycje.

### Wprowadzenie

Dostęp do źródeł finansowania zawsze stanowił warunek rozwoju podmiotów gospodarczych. Jednakże źródła te nie funkcjonują samoczynnie. Tym, co je pobudza do życia, jest oczekiwany z inwestycji zysk, liczony jako procent w stosunku do całej wartości aktywów w określonym czasie. Stopy procentowe – będące ceną pieniądza (kapitału inwestycyjnego) na rynku finansowym – są tym instrumentem, który stanowi serce systemu finansowego i motor rozwoju sektora realnego. Znajomość ich funkcjonowania pozwala na kreowanie procesów realnych z pożądanymi skutkami.

Stopa procentowa jest jednym z podstawowych instrumentów wpływających na poziom cen, ponieważ oddziałuje bezpośrednio na zagregowany popyt i zagregowaną podaż. Wpływa także pośrednio na wszystkie składowe zagrego-

wanego popytu, czyli wydatki konsumpcyjne, inwestycyjne, rządowe oraz eksport netto, a tym samym na PKB.

Celem artykułu jest przedstawienie ewolucyjnego podejścia do problematyki kształtowania się stopy procentowej, jako podstawowego instrumentu systemu gospodarczego, a zarazem narzędzia umożliwiającego sterowanie gospodarką jako całością i jej poszczególnymi segmentami. W prezentowanych rozważaniach skupiono się na tych teoriach stóp procentowych, które stanowiły w ich rozwoju kroki milowe.

## 1. Podstawowe teorie stopy procentowej

Teorie procentu dotyczą rynkowej stopy procentowej, która na ogół nie jest wielkością występującą w praktyce. Problem jest na tyle intrygujący, że zajmowała się nim większość znaczących ekonomistów, których obiektem badań była gospodarka pieniężna [Blaug, 1995, s. 36-39]. Ekonomiści ci pozostawili w teoriach procentu znaczące ślady swoich dociekań. Istnieje więc wiele teorii odnoszących się do znaczenia stopy procentowej, czynników ją kształtujących oraz efektów jej oddziaływania. Ogólnie można je podzielić na cztery grupy:

- 1) szeroko rozumiane teorie klasyczne,
- 2) teoria preferencji płynności,
- 3) neoklasyczne teorie,
- 4) teorie postkeynesowskie.

Teorie klasyczne wykorzystują przede wszystkim mechanizm bezpośredni, łączący ilość pieniądza w obiegu z poziomem cen. Do głównych przedstawicieli tych teorii zalicza się Alfreda Marshalla, Arthura Cecila Pigou, Eugena von Böhm-Bawerka oraz Knuta Johna Gustafa Wicksella [Wicksell, 1898], którzy zagadnieniu stóp procentowych nadali pierwszoplanową rolę. Według nich stopa procentowa należy do sfery realnej (co prawda u Wicksella pojawiają się też elementy sfery monetarnej). Zakładali oni, że szybkość obiegu pieniądza jest niemal stała, a wahania cen są konsekwencją zmian ilości pieniądza i nie wpływają na wysokość stopy procentowej. Wpływ wywierają natomiast inwestycje i oszczędności oraz konsumpcja (która jest endogeniczna). Do instrumentów finansowych klasycy zaliczali gotówkę oraz inne aktywa pieniężne. Uważali, że równowaga możliwa jest tylko na rynku realnym, a dojście do równowagi przez zmiany cen i procentu jest w miarę szybkie [Szydło, 2005, s. 53].

Teoriom klasycznym stóp procentowych nowy wymiar nadały przemyslenia Johna Maynarda Keynesa [1936]. Jego podstawowy dorobek teoretyczny w kwe-

stii stóp procentowych, pomimo krytyki, nadal jest aktualny. Stopa procentowa, wbrew temu, co sądzą neoklasycy, nie jest czynnikiem, który równoważy oszczędności i inwestycje. Keynes uważał, że równowaga wynika z psychologii zachowań ludzkich, a poziom oszczędności jest zasadniczo funkcją dochodu, a nie stopy procentowej. Stopa procentowa wywiera wpływ na preferowanie płynności, nie wywiera jednak wpływu na globalny poziom oszczędności. Keynes uważał, że nie oszczędza się tylko dlatego, że stopa procentowa jest niska lub wysoka, ale że oszczędności są wynikiem sytuacji społecznej [Bremond i Salort, 1997, s. 103]. Według niego, stopa procentowa odgrywa inną rolę w stymulowaniu i wykorzystaniu oszczędności, niż tę, jaką przypisują jej szeroko rozumiani klasycy. W zależności od tego, czy stopa procentowa będzie wysoka lub niska, podmioty gospodarcze wybiorą większą lub mniejszą ilość pieniędzy, mniejszą lub większą ilość obligacji (teoria portfelowa J. Tobina) lub akcji, większą lub mniejszą ilość dóbr fizycznych [Tobin, 1961, s. 26-37] (ową koncepcję rozwiniętą przez J. Hicksa zapożyczyl w teorii popytu na pieniądz, zdaniem autorów publikacji, M. Friedman).

Teoria preferencji płynności Keynesa traktuje stopę procentową jako zjawisko sfery pieniężnej, w której procent funkcjonuje na rynku finansowym, a poziom i zmiany stopy procentowej określają popyt i podaż na pieniądz. Procent jest więc ceną pieniądza i wynagrodzeniem za rezygnację z płynności. Wpływa też na funkcję popytu na pieniądz i stanowi koszt utrzymania gotówki. I na odwrót, pieniądz wywiera wpływ na łączne wydatki, konsumpcję, a także ceny, wyłącznie za pośrednictwem stopy procentowej. Krótkookresowa nominalna stopa procentowa to zatem wynik gry popytu na pieniądz i jego podaży. W teorii preferencji płynności szybkość obiegu pieniądza jest zmienna, a zmiany popytu na pieniądz są odwrotnie zależne od poziomu stóp procentowych.

Teorię tę rozwinął w swoim czasie też John Hicks [1967]. W odróżnieniu jednak od Keynesa, poza pieniędzmi i obligacjami, dopuszczał też możliwość zaliczenia innych aktywów do instrumentów finansowych. Procesy osiągania równowagi rynkowej, opierające się na stopie procentowej, przebiegają przede wszystkim na rynku pieniężnym i są stosunkowo słabe i powolne, ponieważ ceny nie są giętkie, a stopy zmieniają się zbyt wolno. Konsumpcja zależy od dochodu, nie od stopy procentowej, i jest endogeniczna. To inwestycje wielokrotnie uruchamiają (zgodnie z teorią mnożnika) płace, tworząc oszczędności i dochody. Istnieje możliwość dojścia do równowagi przez zmiany wielkości dochodów, jednakże równowaga ta niekoniecznie musi zapewnić pełne zatrudnienie [Szydło, 2005, s. 27-55].

Ujęcie neoklasyczne można traktować jako odreagowanie na keynesowską teorię preferencji płynności i utrzymanie kontynuacji Wickellovskiego podejścia [Blaug, 2000, s. 644]. Można także uznać je jako koncepcję współbieżną do keynesowskiej, przy czym dominuje w niej podejście realne z elementami ujęcia monetarno-kredytowego. W ujęciu teorii funduszy pożyczkowych tym, co rządzi stopą inwestowania nie jest keynesowska krańcowa efektywność kapitału, ale krańcowa efektywność inwestycji. Przedsiębiorstwa, podejmując decyzje, porównują stosunek wartości krańcowej produktu dobra kapitałowego do jego ceny, w stosunku do stopy procentowej od pieniędzy (kredytu) potrzebnych, by to dobro opłacić. Zarówno oszczędności, jak i inwestycje sfery realnej określają zatem poziom stopy procentowej. Jednakże na ten poziom wpływają również wielkości pieniężne kształtowane przez preferencję płynności – popyt na pieniądze i kredyt – tak więc równowaga dotyczy rynku pieniężno-kredytowego. Podaż i kreacja pieniądza banku centralnego są stałe, dlatego nie zależą od stopy procentowej, ale określają jej poziom.

Głównymi przedstawicielami podejścia neoklasycznego byli Irving Fisher, Bertil Gotthard Ohlin, Erik Robert Lindahl, Ralph George Hawtrey i Milton Friedman. Ich zdaniem to pieniądz jest podstawowym instrumentem rynku finansowego, a inne aktywa zastępują go, ale dość słabo. Stopę procentową uważali za zjawisko zarówno sfery monetarnej (kredytowej), jak i realnej, przy egzogenicznej podaży pieniądza. Według nich, inwestycje (czyli popytowa strona rynku kredytowego) również są określane przez wysokość stopy procentowej. Pełny obraz tego podejścia ukazuje teoria funduszy pożyczkowych. W tej teorii fundusze tworzą: gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa i kredyty. Gdy planowane oszczędności i inwestycje znajdują się w równowadze, przy stabilnym poziomie cen, kredyty wchłaniają beczynne rezerwy. W przeciwieństwie do teorii Keynesa, teoria funduszy pożyczkowych dużą uwagę przykładają do ujęcia strumieniowego.

W nurt neoklasyczny wpisana jest także monetarystyczna teoria stóp procentowych Friedmana oparta na ujęciu zasobowym. Friedman [1993; 1994] zinterpretował stopę procentową jako zjawisko sfery realnej, wychodząc z założenia (popartego własnymi badaniami) względnej stabilności szybkości obiegu pieniądza w długim okresie. Kontynuując ujęcie Hicksa, do portfela aktywów włączył wszystkie możliwe instrumenty finansowe oraz zasoby rzeczowe i ludzkie. Uznał, że pieniądz ma liczne substytuty, ale nie są to bliskie substytuty. Substytucja aktywów powoduje, że zmiany w ilości pieniądza są przenoszone na cały rynek dóbr, bezpośrednio oddziałując na wszystkie wydatki – także wydatki inwestycyjne – a zmiany monetarne przenoszą się na ceny i dochody nominalne.

Potwierdza to tym samym teorię ilościową o silnej i stabilnej więzi pieniądza z cenami [Blaug, 2000, s. 649].

Kolejną grupę poglądów tworzą teorie postkeynesowskie, której przedstawicielami byli m.in.: William Jack Baumol, James Tobin, Sho-Chieh Tsiang [Tsiang, 1982]. Ich zdaniem stopa procentowa jest zjawiskiem sfery monetarnej z elementami realnych ujęć, a szybkość obiegu pieniądza jest zmienna, gdyż ceny i popyt na pieniądz są wrażliwe na zmianę stopy procentowej, ze względu na transakcyjnych, ostrożnościowych i spekulacyjnych. Do instrumentów finansowych zaliczali pieniądz oraz szeroki wachlarz aktywów finansowych, w tym akcje i obligacje. Pieniądz i jego substytuty, a także inwestowanie w akcje, wpływają na decyzje gospodarcze w skali mikroekonomicznej – problemem zaś jest ich agregacja. Równowaga na rynku pieniężnym i rzeczowym prowadzi z kolei do równowagi ogólnogospodarczej.

Oceniając wkład poszczególnych ekonomistów w teorię stóp procentowych, należy wymienić przede wszystkim nazwiska J.M. Keynesa i I. Fishera. Na podstawie ich dokonań powstały postkeynesowskie ujęcia w teorii stóp procentowych i nowa myśl neoklasyczna, a także doszło do konsensusu tych dwóch nurtów.

Amerykański ekonomista Irving Fisher, przedstawiciel neoklasycznej szkoły w ekonomii, podtrzymywał twierdzenie szkoły monetarnej co do tego, że inflacja jest wynikiem nadmiernej emisji pieniądza w stosunku do zdolności produkcyjnych [Fisher, 1930]. Uzasadniał, że zadłużenie sprzyja ożywieniu gospodarczemu (w tym ujęciu jego teoria była bliższa podejściu J.M. Keynesa). Zmiany gospodarcze, takie jak nowe inwestycje, pobudzają jednostki gospodarujące do zadłużenia się, gdyż widzą one perspektywę realizacji podwyższonych zysków. Zadłużenie jest w pierwszym okresie czynnikiem ekspansji, jeśli pozwala finansować nowe inwestycje. Im liczniejsze są rentowne okazje do inwestowania, tym bardziej przedsiębiorstwa są skłonne do zadłużania się, więc tworzy się w końcu sytuacja prowadząca do ich nadmiernego zadłużenia. Wtedy to podmioty gospodarujące, aby nie stracić płynności, wyprzedają „w warunkach katastrofy” swoje aktywa. Prowadzi to do gwałtownego spadku cen i zmniejszania się ilości cyrkulującego pieniądza. Zmniejsza się także prędkość obiegu pieniądza, spadają ceny i pojawia się presja deflacyjna, a wraz z nią kryzys gospodarczy. Spadek zaufania do gospodarki prowadzi do wzrostu oszczędności, które jeszcze bardziej obniżają prędkość obiegu pieniądza i podtrzymują kryzys, destabilizując gospodarkę. Jednocześnie rosną stopy procentowe i wzrasta wielkość zadłużenia, a to prowadzi do jeszcze większej zapaści. Fisher uważał, że co najmniej w krótkim okresie pieniądz nie jest neutralny. Konsekwencją takiego rozumowa-

nia jest konieczność interwencji państwa, w celu ożywienia koniunktury, a „wielkie depresje mogą być uprzedzone i zażegnane przez ożywienie gospodarcze i stabilizację” [Bremond i Salort, 1997, s. 62 i n.].

M. Blaug, oceniając bardzo wysoko teorię stopy procentowej I. Fishera, równocześnie dosyć krytycznie odniósł się do jego jednostronnego podejścia do tej kwestii, utrzymanego zarazem w konwencjach mikroekonomicznych i w duchu teorii równowagi ogólnej [Blaug, 2000, s. 546-549]. I. Fisher traktuje kapitał jako fundusz siły nabywczej, jak obecną wartość zdyskontowanych przyszłych przychodów. Sugeruje to istnienie w gospodarce tylu stóp procentowych, ile jest w niej produktów wytwarzanych za pomocą dóbr kapitałowych. W związku z tym tylko w równowadze stacjonarnej stopy procentowe dla różnych produktów dają się sprowadzić do jednej jedynej stopy. Podobnie, w duchu Fishera, stopa procentowa jest traktowana w teorii równowagi ogólnej Arrowa i Debreu, a jej nośność informacyjna, podobnie jak przydatność, jest znacząca – konkluduje M. Blaug [2002, s. 542].

## 2. Postkeynesowskie teorie stóp procentowych

Kontynuatorami myśli zawartych w teorii preferencji płynności byli postkeynesiści. Jak to wyznacza keynesowska teoria procentu, poszli w kierunku ujęć monetarnych, uwzględniając jednakże elementy realne. Zarówno pieniądze, jak i inne instrumenty finansowe oddziałują w różnych segmentach gospodarki, wyznaczając tym samym poziom stopy procentowej. Problemem jednak nadal pozostaje proces ich łączenia (agregacji) w całość. Jak już wspomniano wyżej, keynesowską teorię preferencji płynności i powiązane z nią nowe teorie stóp procentowych należy traktować jako rozwinięcie podejścia zasobowego. Analizy postkeynesowskie natomiast wiążą się z utrzymaniem podziału pieniądza na pieniądź transakcyjny, spekulacyjny i ostrożnościowy, których wielkości, nawet transakcyjne, są wrażliwe na poziom stóp procentowych.

Polityka kształtowania zapasów, których strukturę stanowią substytuty pieniądza, umożliwia podmiotom gospodarczym minimalizację kosztów utrzymania zasobów transakcyjnych pieniądza. Wybór między gotówką, nieprzynoszącą dochodów, a innymi płynnymi instrumentami w aspekcie kosztu alternatywnego jest zależny od poziomu stóp procentowych. Wysoki poziom stóp procentowych obniża zapotrzebowanie na pieniądź transakcyjny. Teorię optymalnego kształtowania zapasów, związaną z popytem na pieniądź transakcyjny, rozwinął W.J. Baumoll [1952]. W jego modelu podmiot gospodarczy otrzymuje raz w danym okre-

sie dochód w instrumentach o wysokim stopniu płynności (np. w postaci wysokopłynnych papierów wartościowych), a jego wydatki rozłożone są równomiernie w całym okresie. Baumol przyjął, że środki pieniężne pod wieloma względami zachowują się jak zapasy, a przedsiębiorstwo korzysta ze środków pieniężnych według stałego i przewidywalnego tempa – podobnie jest z wpływami.

Nieco inne podejście do teorii stóp procentowych zaprezentował J. Tobin. Jego koncepcja jest w dużej mierze oparta na spekulacyjnym podejściu do zasobów pieniądza [Tobin, 1961].

Keynesowska teoria funkcjonowania wtórnego rynku obligacji stanowiła pełną, spójną i przekonującą całość, ale u podłoża jej leżało wątpliwe założenie dotyczące istnienia powszechnie uznawanego za normalny poziomu stopy procentowej.

W okresie powojennym, po przeprowadzeniu empirycznych badań, J. Tobin udowodnił, że przewidywanie przyszłego poziomu stopy procentowej nie jest ani proste, ani pozbawione ryzyka – jak zakładał Keynes, według którego jednorodność oczekiwań uczestników rynku finansowego sprawiała, że poziom stopy procentowej zmieniał się zgodnie z ich przewidywaniami. Wszyscy uczestnicy rynku, spodziewając się tego samego (wzrostu lub spadku stopy procentowej), podejmowali działania prowadzące do realizacji ich oczekiwań. Tobin wykazał jednakże, iż u podstaw wszelkich działań dotyczących przyszłego poziomu stopy procentowej leży niepewność, a zatem i ryzyko rozumiane jako wymierna niepewność co do możliwości osiągnięcia celu [Tobin, 1961, s. 26-37].

Działalność spekulacyjna uczestników rynku sprawia, że oczekiwania co do poziomu stopy procentowej są rozbieżne i nie istnieje taki jej poziom, wokół którego stopa procentowa oscylowałaby w długim okresie. Przeprowadzone przez Tobina badania doprowadziły do sformułowania ogólnej teorii wyjaśniającej mechanizm obrotów na rynku papierów wartościowych i kształtowania się stóp ich dochodowości – teorii równowagi portfela aktywów finansowych. Tobin uwzględnił w swoich rozważaniach nie tylko obligacje, ale także inne aktywa finansowe (akcje) i realne (dobra kapitałowe), tym samym do analizy posłużyło mu wiele stóp procentowych (stopy dochodu od poszczególnych aktywów – procent od obligacji, dywidenda z akcji, zysk z dóbr kapitałowych).

W odróżnieniu od Keynesa, który zakładając stałe oczekiwania co do zachowania się stóp procentowych, odrzucał istnienie elementu niepewności, Tobin ryzyko uwzględnił jawnie jako czynnik wpływający na decyzje inwestorów na rynku kapitałowym. Punktem wyjścia w rozumowaniu Tobina było zauważenie faktu, że w przewidywaniach dotyczących przyszłej stopy procentowej ryzyko popełnienia błędu jest statystycznie mierzalne, gdyż znane są rozkłady prawdo-

podobieństwa osiągnięcia danego poziomu przez stopę procentową. Oznacza to, że poszczególni inwestorzy kształtują struktury swojego portfela aktywów finansowych w zależności od indywidualnej skłonności do podjęcia ryzyka. W myśl tych założeń stopa procentowa stanowi nie wynagrodzenie za oszczędzanie, lecz premię za wyrzeczenie się płynności, czyli za podjęcie ryzyka. Utrzymanie zasobów pieniężnych nie jest ryzykowne. Ryzykowne jest inwestowanie w papiery wartościowe. Im wyższa jest skłonność danego inwestora do podjęcia ryzyka, tym więcej będzie w jego portfelu papierów długoterminowych i łatwiej będzie on podejmował ryzyko spekulacji na rynku wtórnym. W zamian za podjęcie ryzyka inwestor będzie też oczekiwał większego przyrostu zysku [Duwendag i in., 1995, s. 55-116].

Doskonała pewność w podejściu do kategorii zapasów (w koncepcji Baumola) oraz ryzyko nieoczekiwanych zmian wartości kapitału (spowodowane nieprzewidywalnością zmian poziomu stopy procentowej w koncepcji Tobina) zostały w koncepcji zasobów ostrożnościowych zmodyfikowane o nowe parametry, wynikające z niepewności dochodów i wydatków. Występująca niepewność w stosunku do wysokości czasowego rozkładu dochodów i wydatków, a poprzez to możliwość występowania nieplanowych zobowiązań podmiotu gospodarczego, powoduje konieczność posiadania zasobów gotówki większej niż wynikałoby to z obliczeń – „doskonałej pewności”. Konieczna jest zatem ostrożność, by nie dopuścić do powstania nieplanowanego deficytu i utraty płynności. Twórcami ostrożnościowego postkeynesowskiego podejścia do ryzyka byli E.L. Whalen i S.C. Tsiang [Duwendag i in., 1995, s.72-73]. Przyjęli oni następujące założenia:

- na rynku istnieją aktywa o dużym stopniu płynności, będące dobrymi substytutami pieniądza ostrożnościowego;
- koszty alternatywne dla obligacji o stałym oprocentowaniu są stałe;
- marginalny przychód maleje ze wzrostem ilości pieniądza ostrożnościowego, gdyż maleją koszty alternatywne oszczędności na kosztach transakcji – zamiany jednego aktywa na inny.

Z tak przyjętych założeń wynika realizacja zasady optymalnej wielkości zasobów pieniądza ostrożnościowego. Zasób optymalny określony jest w przypadku równości marginalnego przychodu i marginalnych kosztów utrzymania zasobów. Zasób jest tym wyższy, im wyższy jest dochód i koszty transakcji zamiany oraz niższa stopa procentowa. Albo inaczej – zasób ze względów ostrożnościowych jest tym większy, im niższe są stopy procentowe, i odwrotnie.

Do keynesowskich poglądów na temat kształtowania się stóp procentowych rynku pieniężnego można zaliczyć poglądy zaprezentowane przez G.A. Akerlofa i R.J. Shillera [Akerlof i Shiller, 2010].



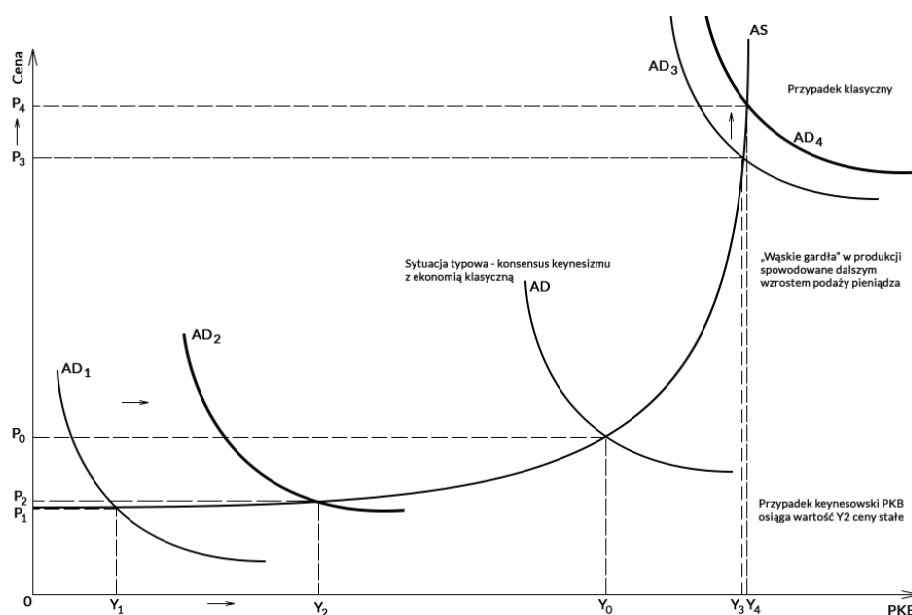
### 3. Konsensus myśli postkeynesowskiej i neoklasycznej

Nowe podejście w teorii stóp procentowych opiera się na konsensusie keynesizmu z ekonomią klasyczną. Keynesiści – opierając się na aktywnej polityce gospodarczej – odrzucali założenie o neutralności pieniądza, zarówno w krótkim, jak i w długim okresie. Ekonomści związani z nurtem klasycznym, jak np. Robert Lucas [Bremont i Salort, 1997, s. 49-50], twierdzili, iż racjonalność podmiotów gospodarczych w zasadzie wyklucza możliwość wpływania na poziom produkcji i zatrudnienia w gospodarce za pomocą ekspansywnej polityki pieniężnej – prowadzonej przy pomocy niskich stóp procentowych – nawet w krótkim okresie.

W nowym podejściu przyjmuje się, że neutralność lub superneutralność pieniądza występuje w okresie długim [Brzoza-Brzezina i in., 2002, s. 5]. Pieniądz w okresie długim jest neutralny, jeżeli permanentna, egzogeniczna zmiana podaży pieniądza nie zmienia żadnej zmiennej realnej lub nominalnej stopy procentowej, prowadząc jednakże do proporcjonalnej zmiany ogólnego poziomu cen i cen innych zmiennych nominalnych. Pieniądz jest natomiast superneutralny, jeżeli permanentna, egzogeniczna zmiana tempa podaży pieniądza prowadzi do takiej samej zmiany nominalnej stopy procentowej i stóp wzrostu innych zmiennych nominalnych, ale nie wpływa na poziom zmiennych realnych.

Akceptując makroekonomiczne oddziaływanie pieniądza na popyt, uwzględnia się równocześnie instytucjonalne oddziaływanie na stronę podażową gospodarki. Z jednej strony, proinwestycyjne posunięcia makroekonomiczne (rozwój publicznej infrastruktury) rodzą dodatkowy popyt, a z drugiej, posunięcia propo-  
dażowe (np. obniżka podatków) stymulują inwestycje przedsiębiorstw, skłonność gospodarstw domowych do podejmowania pracy, oszczędzania lub konsumpcji.

Konsensus myśli neoklasycznej i neokeynesistowskiej dokonał się przede wszystkim w ramach polityki pieniężnej prowadzonej przy pomocy stóp procentowych. Wzorcowym przybliżeniem do tego konsensusu jest zobrazowanie polityki pieniężnej w okresie krótkim, to jest w keynesowskim, klasycznym i najczęstszym przypadku, co pokazano na rys. 1. Ten najczęstszy przypadek występuje w otoczeniu  $Y_0P_0$  albo jeszcze dokładniej – w przedziale  $Y_2$ – $Y_3$ , przy rosnącym PKB.



P – zagregowana cena zależna od inflacji;  
 Y – PKB zależny od stopnia wykorzystania zdolności produkcyjnych w gospodarce;  
 AD – zagregowana funkcja popytu;  
 AS – zagregowana funkcja podaży.

**Rys. 1.** Zależność poziomu cen (inflacji) od stopnia wykorzystania zdolności produkcyjnych gospodarki

Źródło: Opracowanie na podstawie [Schaal, 1996, s. 167].

Jak już zauważono powyżej, postkeynesowska teoria preferencji płynności zawiera zarówno podejście monetarne, jak i elementy realne. W tym ujęciu pieniądź i jego substytuty, a także inwestycje, wpływają na decyzje gospodarcze w skali mikroekonomicznej i określają poziom stopy procentowej w skali makroekonomicznej. Pozostaje natomiast otwarty problem agregacji zarówno aktywów, jak i indywidualnych stóp zwrotu. Poza tym osiągnięcie i utrzymanie równowagi ekonomicznej jest bardzo trudne, z uwagi na ogromną liczbę czynników, które oddziałują na popyt i podaż oraz stopy zwrotu na każdym z rynków. Dotyczy to zarazem poglądów postkeynesistowskich, jak i nurtu neoklasycznego.

## Podsumowanie

Śledząc rozważania dotyczące powstawania i zmian w teorii stóp procentowych, można wyciągnąć zarówno wnioski ogólne, jak i częściowe. W podsumowaniu ograniczono się do stwierdzeń zasadniczych.

Po pierwsze, rozwój teorii stóp procentowych, w stosunkowo mocnym stopniu, jest powiązany z praktyką życia gospodarczego (ma przede wszystkim bezpośredni wpływ na cenę pieniądza). Patrząc na ewolucję teorii dotyczących stóp procentowych, można dostrzec bezsprzeczny związek pomiędzy przemianami w gospodarce a ich rozwojem, zwłaszcza wtedy, gdy zadajemy sobie pytanie o zależności pomiędzy stopami banku centralnego, stopami banków komercyjnych a stopami zwrotu podmiotów podejmujących działalność w sferze realnej.

Po drugie, stopy procentowe odgrywają podstawową rolę w polityce pieniężnej, poprzez ich oddziaływanie na gospodarkę realną i kurs walutowy.

Po trzecie, rozwój teorii stop procentowych, w dużej mierze, usunął iluzję pieniądza albo przynajmniej w znacznym stopniu uświadomił ją wielu praktykom życia gospodarczego.

Ponadto, znajomość teorii stóp procentowych pozwala na prognozy zmian w zachowaniach ludzkich i w gospodarce, oraz odwrotnie, to zachowania ludzkie kształtują stopy procentowe i zmuszają banki centralne do określonej polityki pieniężnej.

## Literatura

- Akerlof G.A., Shiller R.J. (2010), *Zwierzęce instynkty*, Studio Emka, Warszawa.
- Baumol W.J. (1952), *The Transaction Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach*, „Quarterly Journal of Economics”, No. 66.
- Blaug M. (1995), *Why is the Quantity Theory of Money the Oldest Surviving Theory in Economics* [w:] M. Blaug, W. Eltis, D. O'Brien, R. Skidelsky, D. Patinkin, *The Quantity Theory of Money. From Locke to Keynes and Friedman*, Edward Elgar.
- Blaug M. (2000), *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Blaug M. (2002), *Makroekonomia. Teoria, funkcjonowanie i polityka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Böhm-Bawerka E. (1890), *Capital and Interest*, Macmillan, London.
- Bremond J., Salort M. (1997), *Leksykon Wybitnych Ekonomistów*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Brzoza-Brzezina B., Kłós B., Kot A., Łyziak T. (2002), *Hipoteza neutralności pieniądza*, „Materiały i Studia”, NBP, Warszawa.

- Duwendag D., Ketterer K.-H., Kösters W., Pohl R., Simmert D.B. (1995), *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Poltext, Warszawa.
- Fisher I. (1930), *The Theory of Interest*, The Macmillan Company, New York.
- Friedman M. (1993), *Kapitalizm i wolność*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Friedman M. (1994), *Intrygujący pieniądz*, Wydawnictwo Łódzkie, Łódź.
- Hicks J. (1967), *Critical Essays in Monetary Theory*, Clarendon Press, Oxford.
- Keynes J.M. (1936), *The General Theory of Employment. Interest and Money*, Macmillan, London.
- Marshall A. (1923), *Money, Credit and Commerce*, Macmillan, London.
- Pigou A.C. (1917), *The Value of Money*, „Quarterly Journal of Economics”, Vol. 32.
- Schaal P. (1996), *Pieniądz i polityka pieniężna*, PWE, Warszawa.
- Szydło S. (2005), *Wybrane zagadnienia teorii i praktyki stopy procentowej*, Oficyna Wydawnicza TEXT, Kraków.
- Tobin J. (1961), *Money, Capital and Other Stores of Value*, „American Economic Review”, No. 5.
- Tsiang S.C. (1982), *Stock or Portfolio Approach to Monetary Theory and the Neo-Keynesian School of James Tobin*, „HIS Journal”, Vol. 6.
- Wicksell K. (1898), *Interest and Prices*, Sentry Press.

#### EVOLUTION OF THE INTEREST RATE THEORY

**Summary:** The article was devoted to the analysis of scientific papers in the field of market interest rates. Classical theory and the theory of liquidity preference, as well as neoclassical and postkeynes theories are described in more detail. The authors accurately look at the Irving Fisher's model of determining the interest rate, John Maynard Keynes' theory of interest and postkeynes terms of the interest rate in a stock theory. In the presented theories, the authors seek mutual relations not only as a simple dependence, but based on the consequences for the real economy.

**Keywords:** interest rate, money supply, the demand for money, savings, investments.