

IZABELA BLUDNIK*

Racjonowanie kredytu w ujęciu neokeynesizmu i postkeynesizmu

Wprowadzenie

Zarówno neokeynesizm, jak i postkeynesizm od wielu lat rozwijają teorie rynku kredytowego badające wpływ jego kondycji na sferę realną gospodarki. Zjawiskiem identyfikowanym przez obydwie podejścia i analizowanym ze szczególną wnikliwością jest racjonowanie kredytu, czyli ilościowe i/lub cenowe ograniczenie przez instytucje finansowe dostępu do funduszy finansujących realizację prywatnych projektów inwestycyjnych. Znaczny spadek efektywnej podaży kredytu w obliczu wyraźnej nadwyżki potencjalnego popytu stał się widoczny zwłaszcza w okresie ostatniego kryzysu finansowego. W obliczu pogorszenia koniunktury, grożącego masowym wzrostem niespłacalności zaciąganych kredytów, banki komercyjne powszechnie decydowały się na wprowadzanie dotkliwych restrykcji o charakterze ilościowym i cenowym. Konsekwencje podejmowanych przez banki działań nie pozostały bez wpływu na rezultaty mikro- i makroekonomiczne, pogłębiając znacząco odnotowywane w efekcie światowych zakłóceń spadki wielkości produkcji, zatrudnienia oraz popytu inwestycyjnego i konsumpcyjnego (Bludnik 2010).

Zainteresowanie zarówno neokeynesizmu, jak i postkeynesizmu zjawiskiem racjonowania kredytu wynika w sposób naturalny z priorytetowych zadań stawianych przez obydwie podejścia, a mianowicie – wyjaśnienia przyczyn pojawiania się w gospodarce przymusowego bezrobocia i formułowania możliwości jego pokonania dzięki efektywnej polityce stabilizacyjnej. Te cele są jednak osiągnąć na diametralnie różnych podstawach analitycznych. Perspektywa neokeynesowska wpisuje się w rozważania głównego nurtu, zdominowanego przez silne wpływy ekonomii neoklasycznej. Z tego powodu dokonania neokeynesizmu, podobnie jak syntezy neoklasycznej z lat 50. i 60. oraz nowej syntezy neoklasycznej z lat 90., nie znajdują akceptacji wśród postkeynesistów. Jako przedstawiciele ekonomii

* Prof. dr hab. Izabela Bludnik – Katedra Teorii i Historii Ekonomii, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu; e-mail: izabela.bludnik@ue.poznan.pl

heterodoksyjnej, zdecydowanie sprzeciwiają się oni wszelkim próbom wpisywania tradycyjnie keynesowskich elementów w paradygmat neoklasyczny. W rezultacie także teorie funkcjonowania rynku kredytowego w wydaniu neokeynesowskim i postkeynesowskim, poza powierzchownymi podobieństwami, wykazują istotne różnice.

Celem artykułu jest scharakteryzowanie stanowiska neokeynesizmu i postkeynesizmu z uwzględnieniem przede wszystkim problematyki racjonowania kredytu oraz wykazanie, że odmienne fundamenty analityczne wykluczają możliwość ich prostej integracji, a nawet uznania ich za teorie komplementarne. Przeprowadzone w artykule porównanie daje podstawę do stwierdzenia, że analiza postkeynesowska wykazuje większy stopień realizmu, a przez to większą moc eksplanacyjną w badaniach nad funkcjonowaniem rynku kredytowego i możliwością pojawiania się zjawiska racjonowania kredytu od teorii neokeynesowskiej.

1. Neokeynesowska teoria racjonowania kredytu

Neokeynesowski model funkcjonowania rynku kredytowego odznacza się trzema zasadniczymi cechami:

- 1) reprezentuje analizę w kategoriach równowagi cząstkowej,
- 2) jest oparty na standardowej neoklasycznej strukturze,
- 3) barierą rynkową uniemożliwiającą osiągnięcie optymalnych rezultatów jest asymetria informacji i wynikające stąd sztywności realne.

1.1. Równowaga cząstkowa

Cecha ta stanowi jeden z ważniejszych wyróżników całego neokeynesizmu. Za interesowania badawcze neokeynesistów podążają w trzech zasadniczych kierunkach: rynku pracy, rynku dóbr i rynku finansowego. Każdy rynek analizuje się tu osobno przy założeniu *implicite*, że pozostałe dwa funkcjonują w sposób doskonały. Dzięki takiemu podejściu można szczegółowo zbadać wpływ określonej niedoskonałości na zachowanie wybranego rynku doświadczającego różnego rodzaju zakłóceń gospodarczych. Skupienie uwagi na fragmencie całego systemu gospodarczego pozwala na dostarczenie solidnych podstaw mikroekonomicznych dla niedoskonałości mechanizmu rynkowego. Równocześnie jednak model cząstkowy eliminujący bezpośrednie związki z pozostałymi sektorami gospodarki staje się bezużyteczny w obliczu sytuacji kryzysowych. Załamania ekonomiczne rozprzestrzeniające się na cały system wewnętrzny, a nawet wykraczające poza granice jednej gospodarki, wymagają szerokiego ujęcia, któremu model oparty na perspektywie cząstkowej nie jest w stanie sprostać.

Tę słabość neokeynesowskiego modelu rynku finansowego podkreślał m.in. Crotty (1996, s. 5). Jego zdaniem cząstkowe konstrukcje neokeynesowskie nie

mogą być wykorzystywane do formalnej analizy interakcji zachodzących między sektorem realnym i finansowym, czyli kanału transmisji przebiegającego od szoku zagregowanego do inwestycji za pośrednictwem rynku kapitałowego. W opinii autora neokeynesowska teoria cykliczności oparta na niedoskonałościach rynku finansowego ma w rzeczywistości typowy charakter *ad hoc*. Pomimo głoszonej przez neokeynesistów potrzeby budowania solidnych mikropodstaw i formalizowania procesów optymalizacji, elementy te są widoczne wyłącznie w ujęciu statycznym, natomiast zupełnie brakuje ich na płaszczyźnie dynamicznej.

1.2. Struktura neoklasyczna

Neoklasyczne korzenie neokeynesowskiego modelu rynku kredytowego mają daleko idące implikacje dla opisu roli banków oraz procesu podejmowania przez nie decyzji. Podejście neokeynesowskie opiera się na modelu gospodarki wymiennej, w której sednem jest alokacja danego zasobu pieniądza od oszczędzających do inwestorów. Pomija się tu analizę całego procesu produkcji oraz kreacji pieniądza kredytowego, koncentrując się na kierunkach i rozmiarach zaangażowania pieniądza w transakcje wymienne wytworzonych już dóbr. Z tego względu banki odgrywają rolę jedynie pośredników finansowych, przekazujących odpowiednią część istniejących płynnych zasobów wybranym podmiotom (dłużnikom). Widać tu wyraźnie filozofię leżącą u podstaw wszystkich modeli neoklasycznych, zgodnie z którą, aby dostarczyć płynności pożyczkobiorcom, bank musi najpierw zgromadzić odpowiednie rezerwy w postaci depozytów. Bank transferuje zatem środki wygenerowane na mocy decyzji podmiotów oszczędzających do podmiotów mających zamiar dokonać inwestycji.

Rolą banków jest tu zbieranie informacji o potencjalnych pożyczkobiorcach i przetwarzanie ich w sposób, który umożliwi osiągnięcie maksymalnych zysków z wykonywania operacji pośrednictwa finansowego. Banki, podobnie jak wszyscy pozostali uczestnicy rynku, postępują zgodnie z hipotezą racjonalnych oczekiwań (Muth 1961). Wiedzą zatem, w jaki sposób funkcjonuje gospodarka, zdają sobie sprawę z konsekwencji dzisiejszych decyzji dla przyszłych wyników, a podejmując decyzje nie popełniają systematycznych błędów. Ponieważ podmioty reagują natychmiast na wszelkie wydarzenia powodujące rozbieżność ich prognoz z faktycznymi realizacjami, nie ma potrzeby wprowadzania do modelu procesu adaptacyjnego uczenia się, czyli stopniowego modyfikowania reguł prognozowania w miarę upływu czasu i zmian w dostępnych danych. W ten sposób wyeliminowany zostaje problem czasu historycznego i niepewności.

Neokeynesizm posługuje się koncepcją czasu logicznego oraz ryzyka. Model o strukturze neoklasycznej z czasem logicznym jest niczym innym jak układem równań, w którym przeszłość, teraźniejszość i przyszłość są zdeterminowane jednocześnie. To pozwala pominąć analizę ścieżki, jaką gospodarka pokonuje, przechodząc od jednego stanu równowagi do drugiego. Innymi słowy, ignorując procesy, poprzez które system się zmienia, uwaga skupia się na porównaniu

cech i parametrów nowego stanu ze starym. Porównanie to przebiega tak, jakby czynnik czasu w ogóle nie istniał (Holt 1996, s. 4–6; Lavoie 2006, s. 13–15). Ryzyko z kolei pojawia się wtedy, gdy (Dymski 1993, s. 49–50): a) stochastycznym zachowaniem kieruje stabilny rozkład prawdopodobieństwa; b) podmioty mają dostęp do wiedzy na temat tego rozkładu; c) rozkład jest niezależny od działań podjętych przez którykolwiek z indywidualnych podmiotów; d) pojedyncze ryzyko można wyeliminować poprzez agregację po wszystkich podmiotach. Czas logiczny w połączeniu z hipotezą racjonalnych oczekiwań i ryzykiem składa się na świat ergodyczny, w którym za pomocą metod statystycznych i ekonometrycznych można obliczyć przyszły rezultat danego zdarzenia.

1.3. Asymetria informacji i sztywności realne

W opinii neokeynesistów, gdyby informacja była doskonała, czyli gdyby zarówno banki, jak i dłużnicy dysponowali taką samą wiedzą, wtedy kredytodawcy finansowaliby dłużników bezpośrednio (bez udziału instytucji finansowych). Uzasadnieniem istnienia pośrednictwa finansowego w teorii neokeynesowskiej są dwa elementy: (a) asymetria informacji, która sprowadza się do tego, że potencjalny pożyczkobiorca jest w posiadaniu szerszego zbioru danych na temat swojej sytuacji finansowej i okoliczności związanych z planowaną inwestycją (prawdopodobieństwa niespłacenia długu); (b) brak możliwości stałego i doskonałego monitorowania dłużników przez banki, gdy umowa kredytowa zostanie już podpisana. Jeżeli bank byłby w stanie pozyskać identyczną wiedzę co dłużnicy, stopa procentowa zachowywałaby się analogicznie do innych cen, a równowaga między popytem na kredyt i jego podażą byłaby zbieżna z równowagą między oszczędnościami i inwestycjami. Asymetria informacji i niedoskonałość monitorowania tłumaczą możliwość ustalenia się równowagi z racjonowaniem kredytu, co jest równoznaczne z niepełnym wykorzystaniem istniejących czynników produkcji (Bertocco 2001, s. 6–7).

Korzenie neokeynesowskiej teorii racjonowania kredytu sięgają prac Akerlofa (1970), Rothschilda i Stiglitz (1976) oraz Jaffeego i Russella (1976). Pełnego rozwinięcia problemu nieefektywnego funkcjonowania rynku kredytowego w postaci racjonowania kredytu w warunkach asymetrii informacji dostarczyli Stiglitz i Weiss (1981, 1992). Pokazali oni, że zjawisko racjonowania może się pojawić nawet wtedy, gdy rynek jest konkurencyjny, a podmioty zachowują się w sposób racjonalny (w sensie Mutha). Racjonowanie sprowadza się do: (a) wypchnięcia z rynku części podmiotów odznaczających się takimi samymi cechami co podmioty, którym fundusze przyznano, lub (b) wypchnięcia z rynku całej grupy w widoczny sposób odmiennie od grup pozostałych. Bank woli stosować ograniczenia ilościowe niż podwyższać stopę oprocentowania pożyczki lub zwiększać wymogi co do jej zabezpieczenia, gdyż te ostatnie działania mogą zmienić strukturę ryzyka w grupie pożyczkobiorców i wpłynąć na spadek zysków banku.

W otoczeniu zdominowanym przez asymetrię informacji bank wychodzi z założenia, że potencjalni pożyczkobiorcy są tym bardziej ryzykowni, im wyższe sto-

py procentowe są skłonni zaakceptować. Większy koszt kredytu można bowiem sfinansować wyłącznie wyższymi przychodami, a te są zwykle generowane przez mniej bezpieczne przedsięwzięcia inwestycyjne (pokusa nadużycia). Podniesienie stóp oprocentowania pożyczek powyżej pewnego poziomu pociąga za sobą nasilenie zjawiska negatywnej selekcji, czyli wzrostu liczby bardziej ryzykownych klientów, którzy z perspektywy banku są obserwowalnie identyczni z pożyczkobiorcami o niskim ryzyku. W tej sytuacji bank zrezygnuje z podnoszenia oprocentowania pożyczek, by nie podwyższać tym samym prawdopodobieństwa niespłacenia części długów. Bez względu na wielkość zgłaszanego popytu, bank pozostawi stopę procentową na dotychczasowym poziomie (bądź też podniesie ją jedynie nieznacznie), manipulując w zamian wielkością udzielanych pożyczek. Stąd kredyt może być racjonowany nawet w obliczu nadwyżki popytu nad podażą.

Bank wpływa na jakość swoich klientów również poprzez ustalenia co do wysokości żądanego zabezpieczenia. Podobnie jak w przypadku stopy procentowej, znaczące podwyższenie wymogów dotyczących zabezpieczenia pożyczki ponad pewien poziom może obniżyć przychód banku. Spadnie bowiem przeciętny stopień awersji do ryzyka wśród pożyczkobiorców (negatywna selekcja), gdyż bogatsi inwestorzy będą skłonni zaoferować większe zabezpieczenie, angażując się równocześnie w bardziej ryzykowne projekty. Bank zdecyduje się raczej nie zmieniać wymogów co do zabezpieczeń pożyczki, wprowadzając w zamian ograniczenia ilościowe¹.

Naturalną konsekwencją asymetrii informacji są sztywności realne, stanowiące dla neokeynesistów dodatkową frykcję uniemożliwiającą ciągłe i natychmiastowe oczyszczanie się rynku kredytowego. Z jednej strony, z uwagi na zjawisko pokusy nadużycia i negatywnej selekcji, wystąpi sztywność stopy oprocentowania kredytów komercyjnych w stosunku do zmian rynkowych stóp procentowych. Z drugiej strony natomiast, pojawi się sztywność realna cen, polegająca na kontryklicznym zachowaniu nadwyżki cenowej ponad koszty wytworzenia. Podczas recesji w przedsiębiorstwach obniżają się przepływy pieniężne i pojawiają się trudności z pozyskaniem funduszy zewnętrznych. Aby zwiększyć bieżące zyski, uregulować zobowiązania i sfinansować inwestycje, przedsiębiorstwa mogą podnieść ceny. Niedoskonałości rynku kredytowego dają więc przedsiębiorstwom doświadczającym ograniczeń finansowych impuls do zwiększania nadwyżki cenowej podczas recesji i obniżania jej w trakcie boomów. To z kolei potęguje wpływ szoków popytowych na wielkości realne. Dowody empiryczne dostarczone przez Chevalier i Scharfsteina (1996) pokazały, że zachowanie przedsiębiorstw niedoznających ograniczeń w dostępie do kredytu nie jest w stanie zneutralizować tego zjawiska. Ponieważ ceny są strategicznie komplementarne, więc przedsiębiorstwa nieracjonowane zwiększają swe nadwyżki podczas recesji w reakcji na działania swych racjonowanych rywali. Nawet jeśli niektóre przedsiębiorstwa nie mają problemów finansowych, to postępują tak, jakby faktycznie ich doświadczają. Szoki dotykające

¹ Podczas gdy Stiglitz i Weiss pokazali, że asymetria informacji wywołuje nieefektywność na rynku finansowym, to Mankiw (1986) dowodził, że może ona doprowadzić nawet do całkowitego załamania rynku kredytowego (zob. Bludnik 2010a, s. 315–317).

jeden zbiór przedsiębiorstw nie są więc stabilizowane przez pozostałe podmioty działające w danej gałęzi przemysłu, lecz są do nich transmitowane.

2. Postkeynesowska teoria racjonowania kredytu

Postkeynesowskie podejście do racjonowania kredytu charakteryzuje się następującymi założeniami:

- 1) świat realny,
- 2) czas historyczny i fundamentalna niepewność,
- 3) endogeniczność podaży pieniądza,
- 4) problem polegający na rozbieżności między popytem na kredyt a oceną wiarygodności kredytowej.

2.1. Świat realny

Postkeynesiści uważają, że analiza ekonomiczna nie powinna polegać na budowaniu wyidealizowanych modeli (zwłaszcza fragmentarycznych), generujących założone z góry optymalne wyniki, lecz koncentrować się na kompleksowym wyjaśnieniu nieuporządkowanej, skomplikowanej i nieprzewidywalnej rzeczywistości. Zgodnie z tą wizją podmioty gospodarujące odznaczają się jedynie ograniczoną racjonalnością (Simon 1976). Jednostki i instytucje doświadczają poważnych problemów w pozyskiwaniu i przetwarzaniu danych, wykraczających daleko poza samo istnienie niedoskonałej informacji. Wiedza jest często niewystarczająca lub w ogóle nie istnieje, co zmusza podmioty do odraczania istotnych („przełomowych” w języku G.L.S. Shackle’a) decyzji, uzależnionych od oczekiwań co do przyszłości, które są z kolei zdeterminowane obecnie podejmowanymi działaniami. W rezultacie podmioty często opierają się na wyniku „satysfakcjonującym”, gdyż nikt nie zna (i nie może znać) rezultatu optymalnego. Jednostki kierują się więc normami, zwyczajami, naśladownictwem, powielaniem własnych przeszłych decyzji, bądź też tworzą instytucje ograniczające wpływ i konsekwencje braku doskonałej wiedzy o otaczającej rzeczywistości. Stąd tak istotne w podejściu postkeynesistów jest uwzględnienie szeroko rozumianej struktury instytucjonalnej oraz środowiska, w którym ważną rolę odgrywa element kultury, podziału na klasy społeczne, relacji sił i dominacji określonych sektorów czy podmiotów (np. banków lub korporacji).

2.2. Czas historyczny i fundamentalna niepewność

Położenie akcentu na czas historyczny oznacza, że teraźniejsze zdarzenia rozpatruje się jako rezultat ścieżki wszystkich dotychczasowych jednokierunkowych

i nieodwracalnych zdarzeń. Obecnej sytuacji nie można badać w oderwaniu od przeszłych relacji przyczynowo-skutkowych, gdyż nie da się ich w sposób mechaniczny usunąć z analizy. Z koncepcją czasu historycznego wiąże się idea fundamentalnej niepewności, która różni się diametralnie od neoklasycznego i neokeynesowskiego pojęcia ryzyka. W sytuacji fundamentalnej niepewności przyszłość jest nieznaną i nieprzewidywalną, przez co nie można obliczyć ani prawdopodobieństw zdarzenia, ani jego możliwych wyników. Świat jest nieergodyczny – rezultaty odnotowane w przeszłości niekoniecznie muszą powtórzyć się w kolejnych okresach (Davidson 1988). Każda istotna decyzja bezpowrotnie niszczy procesy ergodyczne, które mogły istnieć w momencie jej podejmowania. Stąd nieergodyczność podważa wnioski formułowane na podstawie hipotezy racjonalnych oczekiwań. Istnienie fundamentalnej niepewności oznacza, że (Dymski 1993, s. 49–50): (a) stochastycznym zachowaniem nie kieruje stabilny rozkład prawdopodobieństwa; (b) podmioty nie mają informacji o „prawdziwym” stanie gospodarki; (c) podmioty zwykle nie są w stanie prawidłowo określić, w jakim stopniu ich indywidualne działania wpływają na doświadczane przez nie rezultaty ekonomiczne; (d) nie ma możliwości eliminacji systematycznego ryzyka.

2.3. Endogeniczność podaży pieniądza

W przeciwieństwie do neokeynesowskiego cząstkowego modelu rynku kredytowego teoria postkeynesowska rozpatruje rolę pieniądza i finansów w odniesieniu do procesu produkcji dóbr i usług. Nie chodzi tu tylko o podkreślaną przez neokeynesistów wpływ pieniądza na sektor realny, lecz o to, że czynniki pieniężne i realne są częścią tego samego ogólnego procesu. W postkeynesizmie dyskusja nie ogranicza się do badania wpływu danego zasobu pieniądza na poziom aktywności gospodarczej, lecz rozciąga się na analizę sposobu, w jaki fluktuacje koniunktury determinują rozmiary cyrkulującego pieniądza (Rotheim 2006, s. 307–308). Z tego wynika, że podejście postkeynesowskie opiera się na koncepcji endogenicznej podaży pieniądza, co oznacza, iż sektor finansowy automatycznie dostosowuje się do popytu na kredyt zgłaszanego przez sektor prywatny. W miarę jak przedsiębiorstwa podejmują nowe inwestycje (rośnie produkcja nominalna), banki udostępniają im więcej pieniądza na ten cel. Banki nie muszą przy tym gromadzić depozytów, by zainicjować akcję kredytową. Według postkeynesistów są one w stanie wykreować nową siłę nabywczą *ex nihilo* (Keen 2011, s. 155–156).

Z tego względu obecność systemu bankowego i tworzonych przez niego pieniądza jest warunkiem koniecznym istnienia współczesnych gospodarek. Kluczowym zadaniem banku nie jest gromadzenie i przetwarzanie informacji, jak to utrzymuje neokeynesizm, lecz zarządzanie niepewnością w danym układzie instytucjonalnym, wykształconym w procesie historycznych, ewolucyjnych zmian. Działania banków nie sprowadzają się do maksymalizacji ich indywidualnych zysków, lecz polegają przede wszystkim na kreacji w wymaganych rozmiarach pieniądza, jako trwałej instytucji systemu kapitalistycznego (Ramskogler 2011, s. 73–74).

W efekcie banki odgrywają pierwszoplanową rolę w kreowaniu wysokości popytu inwestycyjnego, który stanowi najważniejszy komponent zagregowanego popytu. Zapewnienie sektorowi produkcyjnemu wymaganych środków pieniężnych decyduje o możliwościach wzrostowych i rozwojowych gospodarki. Dlatego pieniądź w gospodarce zdominowanej przez fundamentalną niepewność będzie zawsze nie-neutralny. Według Piegaya (1999/2000, s. 268–269) oryginalność podejścia postkeynesowskiego polega właśnie na tym, że zrywa ono z analizą w kategoriach alokacji istniejących aktywów i koncentruje się na początkowej kreacji pieniądza dla celów produkcyjnych (inwestycyjnych) w warunkach fundamentalnej niepewności.

2.4. Popyt na kredyt a wiarygodność kredytowa

W ramach postkeynesowskiej teorii endogeniczności pieniądza zarysowały się dwa poglądy mające znaczenie dla rozpatrywanego zjawiska racjonowania kredytu. Pierwszy z nich, zapoczątkowany przez Moore'a (1988), a kontynuowany przede wszystkim przez Lavoie (1992), znany jest pod nazwą podejścia akomodacyjnego lub horyzontalnego. Twierdzi się tu, że zarówno banki komercyjne, jak i banki centralne w pełni dostosowują się do potrzeb finansowych rynku związanych z realizacją planów produkcyjnych. Rynkowy popyt na pieniądź jest zaspokajany przez banki komercyjne dzięki temu, że bank centralny odgrywa rolę pożyczkodawcy ostatniej instancji. Dostarcza on potrzebnej gotówki i rezerw w sposób ciągły na każde żądanie banków komercyjnych, gwarantując nieustanną płynność systemu finansowego. Krzywa podaży pieniądza jest więc horyzontalna, a zjawisko racjonowania kredytu nie występuje.

Z tym krańcowym podejściem nie zgadzają się strukturaliści, do których zaliczyć należy przede wszystkim Wraya (1990), Palleya (1994) czy Dow (1996). Strukturaliści utrzymują, że pełna akomodacja jest założeniem nierealistycznym, gdyż popyt na kredyt może być ograniczany ilościowo zarówno przez władze monetarne, jak i banki komercyjne. Te ostatnie posiadają własną funkcję preferencji płynności i mogą nie być skłonne do udzielania nieograniczonych pożyczek na danych warunkach. Zmiany w preferencji płynności banków wpływają na wielkość dostępnego kredytu, a stąd na zasób cyrkulującego pieniądza. Ponieważ ocena ryzyka przez banki jest prowadzona w warunkach fundamentalnej niepewności, więc ich preferencja płynności będzie się zmieniać wraz ze stanem zaufania do otoczenia gospodarczego i własnych ocen (Arestis 1996, s. 120).

Strukturaliści argumentują, że instytucje finansowe będą w pełni zaspokajać popyt na pieniądź tylko tych potencjalnych pożyczkobiorców, którzy zostaną uznani za wiarygodnych kredytowo. To z kolei oznacza, że w każdej gospodarce pewna wielkość racjonowania kredytu jest normą. Decyzja o przyznaniu funduszy nie wynika z neokeynesowskiej zasady maksymalizacji zysku, opartej na hipotezie racjonalnych oczekiwań, lecz z funkcji preferencji płynności banków, działających w warunkach fundamentalnej niepewności. Udzielanie pożyczek podmiotom uznanym za najbardziej wiarygodne, czyli za wykazujące duże prawdopodobień-

stwo spłaty długu, prowadzi do powstania personalnych relacji między obiema stronami i wdrażania procedur podejmowania decyzji opartych na wymogach dotyczących zabezpieczeń, historii kredytowej czy współczynnikach dług/kapitał własny. Jeżeli rośnie niepewność, spadają współczynniki bezpieczeństwa finansowego dla pożyczkobiorcy i pożyczkodawcy, w efekcie czego wzrasta preferencja płynności. Ponieważ przyszłość jest nieznaną i niepewną, a kontrakty pieniężne są zawierane nierzadko na bardzo długie okresy, banki wprowadzają restrykcje kredytowe – zarówno cenowe, jak i ilościowe. Racjonowanie kredytu wzrasta wraz ze wzrostem preferencji płynności (Neal 1994, s. 4–7).

Dow (1996) pokazywała, że racjonowanie kredytu ma charakter procykliczny, gdyż jest ono uzależnione od „nastrojów” banku i jego „odczuwanego” ryzyka, które fluktuują wraz z poziomem aktywności gospodarczej. Odczuwane ryzyko dotyczy antycypowanego powodzenia realizowanych projektów inwestycyjnych i wartości zabezpieczenia pożyczki udzielanej na ten cel. Pogorszenie nastrojów instytucji finansowej sprawia, że zaczyna ona przejawiać ograniczone zaufanie do własnych prognoz. Pożyczkobiorcy uznawani dotychczas za wiarygodnych mogą (przy identycznych cechach charakterystycznych) zostać teraz ocenieni jako zbyt ryzykowni dla banku. Sami pożyczkobiorcy mogą przy tym uważać, że nie zaszła żadna zmiana w ich sytuacji finansowej i oceniać ją na dotychczasowym poziomie. W rezultacie podaż kredytu będzie się zmieniać procyklicznie, wraz ze zmianą stopnia odczuwanego ryzyka (preferencji płynności) przez bank.

Oryginalną postkeynesowską koncepcję racjonowania kredytu zaproponował Wolfson (1996, 2003), opierając ją na asymetrii oczekiwań. Idea polega na tym, że nawet jeśli pożyczkobiorca i pożyczkodawca posiadają symetryczną informację oraz identyczne preferencje względem ryzyka, to i tak z uwagi na fundamentalną niepewność będą formułować odmienne prognozy na temat przyszłych wydarzeń, zwłaszcza zyskowności projektu inwestycyjnego. Dzieje się tak, gdyż ta sama informacja może być zupełnie inaczej zinterpretowana i oceniona przez podmioty. Wyeliminowanie asymetrii informacji nie gwarantuje więc pokonania zjawiska racjonowania kredytu, bo wciąż pozostaje problem asymetrii oczekiwań. Odmienne prognozy formułowane przez obie strony doprowadzają do tego, że część projektów, która mogłaby zostać zaakceptowana przez bank, nigdy nie zostanie mu przedstawiona do oceny przez potencjalnego pożyczkobiorcę; część natomiast zostanie odrzucona (racjonowana) przez bank, pomimo tego, że pożyczkobiorca jest przekonany o ich powodzeniu. Sfinansowane zostaną tylko te przedsięwzięcia inwestycyjne, w przypadku których obie strony równocześnie oczekują korzystnego rezultatu.

W konsekwencji pojawiają się u Wolfsona dwie krzywe popytu na kredyt. Potrzeby zgłaszane przez pożyczkobiorcę, oparte na jego subiektywnych prognozach i ocenach, tworzą krzywą wyobraźniowego popytu na fundusze pożyczkowe. Jest ona krzywą czysto teoretyczną, gdyż w przypadku tak specyficznego dobra, jakim jest kredyt, nie wystarczy samo zgłoszenie potrzeby, lecz konieczne jest uzyskanie zgody pożyczkodawcy na jej zaspokojenie. Istnieje więc jeszcze druga krzywa popytu efektywnego, odzwierciedlająca popyt zgłaszany przez tych po-

życzkobiorców, którzy zostali uznani przez bank za wiarygodnych. Rozbieżność między obydwoma krzywymi wskazuje na rozmiary racjonowania kredytu, które może przybrać formę ograniczeń cenowych lub ilościowych.

Podobnie jak u Minsky’ego (1986) czy Dow (1996), również u Wolfsona stopień racjonowania kredytu zależy od fazy cyklu koniunkturalnego. Jeżeli zmienia się makrootoczenie, zmienia się też stopień zaufania banku, determinujący jego zachowanie. Konwencje i zwyczaje, na podstawie których bank formułuje swoje prognozy dotyczące prawdopodobieństwa spłaty pożyczki, opierają się na założeniu, że istniejący stan rzeczy (jeśli nie wydarzy się nic, co nakazywałoby to przeświadczenie zmienić) będzie trwał w przyszłości. Dlatego bank będzie preferował pożyczkobiorców z dobrą historią regulowania zobowiązań i stabilną kondycją finansową. Jeżeli ulegną zmianie warunki gospodarowania, bank będzie rewidował swoją ocenę ryzykowności potencjalnego kredytu.

Postkeynesowskie podejście do zjawiska racjonowania na rynku kredytowym, uwypuklające rozbieżność między popytem na kredyt i oceną wiarygodności kredytowej w warunkach fundamentalnej niepewności, jest odmienne od teorii neokeynesowskiej nie tylko dlatego, że nie przywiązuje się tu wagi do asymetrii informacji. Istotną różnicę stanowi też stosunek do zagadnienia sztywności. W opinii neokeynesistów wzmacniają one pierwotną niedoskonałość rynku kredytowego w postaci asymetrii informacji i doprowadzają do nieoptymalnych zagregowanych wyników. Dla postkeynesistów natomiast nie tylko nie stanowią one bariery w skali rynku kredytowego czy całej gospodarki, ale wręcz są przez nich postrzegane jako zjawisko preferowane w świecie nieergodycznym. Na przykład Tobin (1975, s. 201–202) utrzymywał, że to właśnie sztywne płace nominalne zapewniają stabilność zagregowanego popytu, gdyż ich elastyczność zaburza przepływ informacji i utrudnia prawidłowe porównania. Zbliżone stanowisko zajęli Davidson i Kregel (1980, s. 147), których zdaniem inercja płac i cen wynikająca z powszechnego zjawiska kontraktacji gwarantuje niezmienność oczekiwań i jest dla gospodarki swego rodzaju kotwicą.

3. Czy możliwa jest synteza podejścia neokeynesowskiego i postkeynesowskiego?

Możliwości takiej syntezy dowodził Dymski (1992, 1993), którego zdaniem obydwa podejścia są wobec siebie komplementarne. W okresach stabilności gospodarczej realizacje zmiennych stochastycznych w dużym stopniu pokrywają się z prognozami. Zachowania podmiotów na rynkach finansowych odpowiadają wtedy neokeynesowskiej teorii podejmowania decyzji w warunkach asymetrii informacji i ryzyka. W okresach poważnych zakłóceń gospodarczych natomiast występują znaczne rozbieżności między realizacjami a oczekiwaniami, rośnie odczuwane ryzyko niepowodzeń finansowych, spada stan zaufania, a awersja do ryzyka wzrasta. W tych warunkach znacznie bardziej przydatna okazuje się analiza oparta na kon-

cepcjach nieergodyczności, fundamentalnej niepewności i ograniczonej racjonalności. Według Dymskiego zachowanie podmiotów na rynku kredytowym zależy więc z jednej strony od charakteru otoczenia, a z drugiej od tego, w jaki sposób podmioty to otoczenie oceniają. Przy czym te subiektywne interpretacje zmieniają się wraz ze stopniem rozbieżności między prognozami i wynikami. Z tego względu, w opinii autora, poprawna analiza rynków finansowych powinna łączyć w sobie ideę asymetrii informacji i fundamentalnej niepewności.

Taka propozycja jest jednak błędna, gdyż jej istota polega na próbie zintegrowania dwóch całkowicie odmiennych ram analitycznych. Wizja neokeynesowska sięga swymi korzeniami tradycji neoklasycznej, zgodnie z którą, jeżeli tylko uda się wyeliminować zidentyfikowane bariery i frykcje, system osiągnie równowagę, w której decyzje racjonalnych podmiotów zagwarantują pełne wykorzystanie czynników produkcji. Oczekiwania będą wtedy zrealizowane, pieniądź neutralny, ceny i płace doskonale elastyczne, zasoby optymalnie rozlokowane, a zmaksymalizowane indywidualne korzyści przełożą się na pierwszorzędną wynik makroekonomiczny. W neokeynesowskiej teorii rynku kredytowego problemem jest niedoskonałość informacji, generująca sztywności i przez to uniemożliwiająca ciągłe i natychmiastowe oczyszczanie się rynku. A zatem prawidłowe informacje istnieją, lecz ich rozkład jest nierównomierny. Mówiąc inaczej, asymetria informacji implikuje tu, że nie wszyscy na rynku posiadają doskonałą wiedzę na temat obecnych i przyszłych warunków, ale równocześnie istnieje podzbiór podmiotów z założenia mający pełne i kompletne dane, z czego pozostali uczestnicy rynku zdają sobie sprawę (Ees, Garretsen 1993, s. 41–42). Co więcej, istnieją działania mogące złagodzić efekty tej asymetrii (np. innowacje technologiczne ułatwiające dostęp do pewnych informacji oraz redukujące koszty ich gromadzenia i przetwarzania czy też regulacje wprowadzające wymóg ujawniania określonych danych przy podpisywaniu umów kredytowych i ich aktualizowania w trakcie trwania kontraktów). Możliwa jest zatem zdaniem neokeynesistów sytuacja, w której rozkład informacji ulegnie ogólnej poprawie, wpływając pozytywnie na wyniki ekonomiczne. Te próby (przynajmniej częściowej) eliminacji asymetrii mają zastosowanie tylko do krótkich okresów, gdyż w długim horyzoncie równowaga neoklasyczna (z doskonałą informacją) jest osiągnięta z założenia.

Postkeynesizm natomiast opiera swoją teorię rynku kredytowego na zupełnie innej wizji funkcjonowania świata. Zgodnie z nią problemem nie jest nierówny rozkład dostępnych informacji, lecz dominacja fundamentalnej niepewności, za sprawą której informacje mogą w ogóle nie istnieć, bądź też – jeśli istnieją – mogą być odmiennie oceniane, interpretowane i wykorzystywane. Podmioty nie są superracjonalne i nie potrafią określić poziomu optymalności osiągniętych korzyści. Sekwencje nieodwracalnych zdarzeń sprawiają, że fikcją staje się pojęcie jednej długookresowej równowagi, do której system będzie powracał i po osiągnięciu której zarówno indywidualne podmioty, jak i cała gospodarka odnotowują pierwszorzędne wyniki. Wiedza jest zawsze niedoskonała, pieniądź nieneutralny, a podmioty (kierujące się zwierzęcymi instynktami, normami, konwencjami, przyzwyczajeniami, naśladownictwem, subiektywnymi odczuciami) mogą popeł-

niać systematyczne błędy. Tych zjawisk nie można wyeliminować, przez co traci sens podział na „niedoskonały” krótki okres i „doskonały” długi okres. Świat nie działa w sposób ahistoryczny i beczasowy, mechanicznie pokonując przejściowe bariery i powracając wcześniej lub później do najlepszej równowagi. Podmioty mogą próbować ograniczać wpływ niepewności i niewystarczającej wiedzy (np. poprzez zawieranie kontraktów nominalnych), ale równocześnie mają świadomość, że tego typu działania nigdy nie przyniosą trwałej i ostatecznej eliminacji problemu.

Tak głębokie różnice w postrzeganiu elementarnych zasad funkcjonowania systemu rynkowego sprawiają, że nie ma logicznej możliwości dokonania integracji obu wizji. Choć każda z nich oferuje oryginalne elementy teoretyczne, to nie sposób traktować ich w kategoriach komplementarności. Porównanie obydwu stanowisk implikuje natomiast, że teoria neokeynesowska oferuje perspektywę znacznie węższą i bardziej uproszczoną od teorii postkeynesowskiej pod czterema zasadniczymi względami:

1. Jest to model równowagi cząstkowej, w którym rozważania prowadzone są z pominięciem bezpośrednich odniesień do procesu produkcji na rynku dóbr oraz funkcjonowania rynku pracy. Postkeynesizm z kolei wychodzi od tezy propagowanej przez Keynesa, że wszystkie rynki są ze sobą ściśle powiązane. Keynes argumentował, że trudności w oczyszczeniu jednego rynku generują analogiczne problemy na pozostałych rynkach. Z uwagi na cząstkowy charakter neokeynesowskiej teorii rynku kredytowego trudno w jej ramach uwzględnić kwestie międzyrynkowych interakcji, wielości kanałów transmisji, sprzężeń zwrotnych i efektów synergii. Podejmowane przez neokeynesistów próby dostarczenia całościowej analizy współzależności rynkowych też nie przyniosły satysfakcjonujących efektów. Polegają one bowiem na „wpasowaniu” zagadnień finansowych w ramy standardowego modelu równowagi ogólnej, a mianowicie modelu IS–LM (np. prace Bernanke i Blindera (1988) oraz Greenwalda i Stiglitz (1990)) lub modelu nowej syntezy neoklasycznej (np. praca Bernanke i in. (1999)) opartego na strukturze DSGE². W rezultacie do neokeynesowskiej teorii rynku kredytowego odnoszą się wszystkie uwagi krytyczne formułowane przez postkeynesistów pod adresem paradygmatu neoklasycznego i prób zainkorporowania do niego elementów tradycji keynesowskiej.

Ees i Garretsen (1993) wskazywali na jeszcze jeden istotny problem wiążący się z cząstkowym charakterem neokeynesowskiego modelu rynku kredytowego. Na plan pierwszy wysuwają się w nim zakłócenia po stronie podażowej gospodarki, natomiast popyt zagregowany nabiera charakteru egzogenicznego. Zmiany w stopniu racjonowania kredytu wpływają na położenie krzywej zagregowanej podaży, a stąd na zmiany produkcji i zatrudnienia. Rolę popytu zagregowanego deprecjonuje również położenie tak dużego nacisku na sztywności. W postkeynesizmie natomiast to fluktuacje zagregowanego popytu, zwłaszcza inwestycyjnego, wywołane np. gwałtownymi zmianami oczekiwań czy też funkcji

² Szerzej na ten temat piszą Ees i Garretsen (1993) oraz Bludnik (2010b, s. 50–52).

preferencji płynności, stanowią źródło cyklicznych wahań poziomu aktywności gospodarczej.

2. Zgodnie z tradycją neoklasyczną model neokeynesowski koncentruje się na optymalnej alokacji danych zasobów, w tym również pieniądza. Jest to podejście statyczne, ahistoryczne, beczasowe, pomijające znaczenie struktury instytucjonalnej. W związku z tym nie można tu – w przeciwieństwie do analizy postkeynesowskiej – rozpatrzyć problemu kreacji pieniądza finansującego rozwój produkcji i zatrudnienia oraz wpływu rozmiaru i organizacji rynków finansowych na sferę realną. Ponieważ w neokeynesizmie problem dotyczy niedoskonałej dystrybucji informacji, w analizie nie ma znaczenia, czy gospodarki rozwijają się szybko czy wolno, ani też czy dokonały się w nich reformy strukturalne, czy nie. W gospodarkach rozwijających się problem finansowy nie ogranicza się do dystrybucji funduszy czy błędów w ocenie projektów o nieznanym zwrocie, lecz rozciąga się na niepewność co do rezultatów wysiłków podejmowanych w kierunku wprowadzenia nowych sposobów produkcji lub znalezienia nowych rynków, jak również konsekwencji, jakie pociąga to dla danego sektora i całej gospodarki. Zakłócenia informacyjne w procesie finansowania wykraczają więc daleko poza problemy z asymetrią informacji. Młode lub innowacyjne sektory oraz małe i średnie przedsiębiorstwa mają znacznie większe problemy z otrzymaniem kredytu, gdyż dostępne na ich temat informacje są bezużyteczne w analizie ryzyka (Stuart 2005).

3. Podczas gdy należy się zgodzić z tezą Dymskiego, że teoria neokeynesowska nadaje się przede wszystkim do opisu stabilnej sytuacji ekonomicznej, w której prognozy można opierać na kalkulacjach ryzyka, to z charakterystyki teorii postkeynesowskiej wynika, że jest ona odpowiednia do analizy zarówno okresów stabilności, jak i poważnych zakłóceń. Niepewność jest zjawiskiem immanentnym w zdecentralizowanym systemie kapitalistycznym, bez względu na rozpatrywany horyzont czasowy czy fazę cyklu koniunkturalnego. Wiedza jest zawsze niekompletna, a przyszłość nieznaną i nieprzewidywalną, ale równocześnie w okresach spokojnych niepewność kreuje pewien stopień ciągłości (Lavoie 2006, s. 17–18). Podmioty (indywidualne lub zbiorowe) w stabilnym otoczeniu działają więc zgodnie z określonym dla takiego otoczenia wzorcem, podbudowanym pewną utrwaloną konwencją. Zgodnie z nią oczekuje się, że najbliższa przyszłość nie będzie istotnie odbiegać od przeszłości i teraźniejszości oraz że tą samą konwencją będą kierować się pozostałe podmioty. Podejście postkeynesowskie, oparte na niepewności, nadaje się zatem do analizy wszelkiego rodzaju zachowań obserwowanych w każdej, bardziej lub mniej dynamicznie zmieniającej się rzeczywistości.

4. Analiza asymetrii informacji może wystąpić wyłącznie przy założeniach *ceteris paribus* dotyczących danego stanu otoczenia gospodarczego i danego zbioru informacji (Ees, Garretsen 1993, s. 46–47). Jeżeli jednak uwzględni się bardziej realistyczne założenia, taka analiza okazuje się zdecydowanie zbyt abstrakcyjną. W rzeczywistości nie ma jednego zagregowanego, danego z góry zbioru informacji, do którego istnieje po prostu różny dostęp na poziomie mikroekonomicznym.

Teoretycznie moglibyśmy wtedy, uwzględniając ilości czy też rozmiary „częstek” informacji pozyskanych z danej systemowi całości, zbudować szereg od podmiotu z kompletną i doskonałą wiedzą do podmiotu z zerowymi informacjami. Postkeynesizm zwraca jednak uwagę, że przy obecnej nieustannie w życiu gospodarczym fundamentalnej niepewności każdy podmiot kreuje swój wysoce subiektywny zbiór, w którym różnym zebranych informacjom przypisuje on własne, niepowtarzalne interpretacje. W rezultacie: (a) dla pewnych podmiotów może nie istnieć dostęp do tych informacji, na podstawie których powstają specyficzne zbiory innych podmiotów; (b) dla pewnych podmiotów może nie istnieć dostęp do wykreowanych subiektywnych zbiorów innych podmiotów; (c) nawet gdyby te same informacje zostały ujawnione wszystkim stronom, mogą one być zupełnie inaczej ocenione, otrzymać różne wagi, a nawet być przez niektóre podmioty (bardziej lub mniej świadomie) zignorowane w procesie decyzyjnym.

Podsumowanie

Zarówno neokeynesizm, jak i postkeynesizm przywiązują dużą wagę do roli, jaką pieniąż odgrywa w determinowaniu poziomu aktywności gospodarczej, a w rezultacie do zachowania banków na rynku kredytowym, które może mieć kluczowe znaczenie dla wyników ekonomicznych. Obydwa podejścia od wielu lat starają się zgłębić relacje zachodzące między pożyczkodawcą i pożyczkobiorcą, wskazując, że na ich gruncie może pojawić się zjawisko racjonowania kredytu, które oznacza, że rynek nie zaspokaja w pełni zgłaszanego w celach realizacji projektów inwestycyjnych popytu na pieniąż. To widoczne w obu wypadkach zainteresowanie zagadnieniem racjonowania kredytu nie oznacza jednak płaszczyzny porozumienia między neokeynesizmem i postkeynesizmem. Każde z podejść oferuje wprawdzie oryginalny wkład w analizę zachowań na rynkach finansowych, ale jednocześnie dokonania te wywodzą się z całkowicie odmiennych założeń analitycznych dotyczących funkcjonowania systemów rynkowych. Wizja neokeynesowska wykazuje bardzo silne wpływy neoklasyczne, które są nie do pogodzenia z heterodoksyjną proweniencją postkeynesizmu. Z tego względu jest wykluczona prosta, mechaniczna integracja obu teorii, a nawet uznanie ich za uzupełniające się wzajemnie dzięki rozłożeniu akcentu między inne kwestie. Bliższa analiza teorii neokeynesowskiej i postkeynesowskiej dowodzi ponadto, że ta ostatnia ma znacznie bardziej kompleksowy charakter. Teoria postkeynesowska jest w stanie rozszerzyć w swoich ramach argumenty podnoszone przez neokeynesizm, nadając im przy tym pełniejszy i bardziej realistyczny wymiar. Wydaje się zatem, że w obliczu niesłabnącego zainteresowania problemem racjonowania kredytu postkeynesizm oferuje bardziej obiecujący kierunek dalszych badań niż teoria neokeynesowska.

Bibliografia

- Akerlof G.A., *The Market For 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, „Quarterly Journal of Economics” 1970, nr 84(3).
- Arestis P., *Post-Keynesian Economics: Towards Coherence*, „Cambridge Journal of Economics” 1996, nr 20(1).
- Bernanke B., Blinder A.S., *Credit, Money, and Aggregate Demand*, „American Economic Review” 1988, nr 78(2).
- Bernanke B., Gertler M., Gilchrist S., *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework*, w: *Handbook of Macroeconomics*, red. J.B. Taylor, M. Woodford, Elsevier, North-Holland, Amsterdam 1999.
- Bertocco G., *Do Information Asymmetries Constitute a Solid Foundation for the Elaboration of a Keynesian Theory of Credit and Financial Institutions?*, Università Dell'Insubria, Facoltà di Economia, Working Paper nr 2001/19.
- Bludnik I., *Negatywna selekcja na polskim rynku kredytów hipotecznych w latach 2007–2009*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2010, nr 3.
- Bludnik I., *Neokeynesizm. Analiza krytyczna*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010a.
- Bludnik I., *Nowa synteza neoklasyka w makroekonomii*, „Bank i Kredyt” 2010b, nr 41(2).
- Chevalier J.A., Scharfstein D.S., *Capital-Market Imperfections and Countercyclical Markups: Theory and Evidence*, „American Economic Review” 1996, nr (86)4.
- Crotty J.R., *Is New Keynesian Investment Theory Really 'Keynesian'? Reflections on Fazzari and Variato*, „Journal of Post Keynesian Economics” 1996, nr 18(3).
- Davidson P., *A Technical Definition of Uncertainty and the Longrun Non-Neutrality of Money*, „Cambridge Journal of Economics” 1988, nr 12(3).
- Davidson P., Kregel J.A., *Keynes's Paradigm: A Theoretical Framework for Monetary Analysis*, w: *Growth, Profits & Property. Essays in the Revival of Political Economy*, red. E.J. Nell, Cambridge University Press, Cambridge 1980.
- Dow S.C., *Horizontalism: A Critique*, „Cambridge Journal of Economics” 1996, nr 20(4).
- Dymski G., *A 'New View' of the Role of Banking Firms in Keynesian Monetary Theory*, „Journal of Post Keynesian Economics” 1992, nr 14(3).
- Dymski G., *Keynesian Uncertainty and Asymmetric Information: Complementary or Contradictory?*, „Journal of Post Keynesian Economics” 1993, nr 16(1).
- Ees van H., Garretsen H., *Financial Markets and the Complementarity of Asymmetric Information and Fundamental Uncertainty*, „Journal of Post Keynesian Economics” 1993, nr 16(1).
- Greenwald B., Stiglitz J., *Macroeconomic Models with Equity and Quantity Rationing*, 1990, NBER Working Paper nr 3533.
- Holt R., *What Is Post Keynesian Economics?*, 1996, <http://cc.shu.edu.tw/~tsungwu/holt.htm>, 2012–08–01.
- Jaffee D.M., Russell T., *Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing*, „Quarterly Journal of Economics” 1976, nr 90(4).
- Keen S., *Debunking Macroeconomics*, „Economic Analysis & Policy” 2011, nr 41(3).
- Lavoie M., *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*, Edward Elgar, Aldershot 1992.
- Lavoie M., *Introduction to Post-Keynesian Economics*, Palgrave Macmillan, New York 2006.

- Mankiw N.G., *The Allocation of Credit and Financial Collapse*, „Quarterly Journal of Economics” 1986, nr 101(3).
- Minsky H.P., *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven 1986.
- Moore B.J., *Horizontalists and Verticalists*, Cambridge University Press, Cambridge 1988.
- Muth J.F., *Rational Expectations and the Theory of Price Movements*, „Econometrica” 1961, nr 29(3).
- Neal P., *Credit Rationing and Uncertainty: Complementarity in Post Keynesian and New Keynesian Monetary Economics?*, School of Economics Working Papers, The University of Adelaide 1994, nr 1994–01.
- Palley T.I., *Competing Views of the Money Supply Process: Theory and Evidence*, „Metro-economics” 1994, nr 45(1).
- Piegay P., *The New and Post Keynesian Analyses of Bank Behaviour: Consensus and Disagreement*, „Journal of Post Keynesian Economics” 1999/2000, nr 22(2).
- Ramskogler P., *Credit Money, Collateral and the Solvency of Banks: A Post Keynesian Analysis of Credit Market Failures*, „Review of Political Economy” 2011, nr 23(1).
- Rotheim R.J., *Credit Rationing, w: A Handbook of Alternative Monetary Economics*, red. P. Arestis, M. Sawyer, Edward Elgar, Cheltenham 2006.
- Rothschild M., Stiglitz J., *Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information*, „Quarterly Journal of Economics” 1976, nr 90(4).
- Simon H.A., *From Substantive to Procedural Rationality, w: Method and Appraisal in Economics*, red. S.J. Latsis, Cambridge University Press, Cambridge 1976.
- Stiglitz J.E., Weiss A., *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, „American Economic Review” 1981, nr 71(3).
- Stiglitz J.E., Weiss A., *Asymmetric Information in Credit Markets and Its Implications for Macro-Economics*, „Oxford Economic Papers” 1992, nr 44(4).
- Studart R., *The State, the Markets and Development Financing*, „CEPAL Review” 2005, April.
- Tobin J., *Keynesian Models of Recession and Depression*, „American Economic Review” 1975, nr 65(2).
- Wolfson M.H., *A Post Keynesian Theory of Credit Rationing*, „Journal of Post Keynesian Economics” 1996, nr 18(3).
- Wolfson M.H., *Credit Rationing, w: The Elgar Companion to Post Keynesian Economics*, red. J.E. King, Edward Elgar, Cheltenham 2003.
- Wray L.R., *Money and Credit in Capitalist Economies*, Edward Elgar, Aldershot 1990.

CREDIT RATIONING – NEW KEYNESIAN AND POST–KEYNESIAN VIEW

Summary

Both New Keynesianism and Post–Keynesianism have been studying for years a problem of credit rationing implying that not all of the private agents’ demand for money is satisfied by the market. Each of them has its original contribution to the explanation of the behavior observed in the financial markets. Simultaneously, however, they are based on different analytical assumptions. New Keynesian perspective is strongly influenced by neoclassical economics and cannot be reconciled with Post–Keynesian heterodox background. For this reason it is impossible to integrate both theories or even perceive them

as complementary. The comparison conducted in the paper proves that Post–Keynesian analysis shows a greater degree of realism and explanatory power than New Keynesian theory. Hence, it seems that in the face of continuing interest in credit rationing Post–Keynesianism can offer more promising directions of further researches than New Keynesianism.

Key words: credit rationing ♦ asymmetric information ♦ real rigidities ♦ fundamental uncertainty ♦ credit worthiness

ОГРАНИЧЕНИЕ РОСТА КРЕДИТОВ В ТЕОРИИ НЕОКЕЙНСИАНСТВА И ПОСТКЕЙНСИАНСТВА

Резюме

Как неокейнсианство, так и посткейнсианство уже многие годы пытаются изучить проблему ограничения роста кредитов, когда рынок не удовлетворяет заявленного частными субъектами спроса на деньги. Каждый из этих двух подходов предлагает оригинальный метод анализа поведения финансовых рынков, но формулируемые ими выводы опираются на совершенно разные аналитические основы. В неокейнсианской теории чувствуется очень сильное влияние неоклассицизма, что входит в противоречие с гетеродоксными корнями посткейнсианства. По этой причине исключается возможность прямой, механистической интеграции обеих теорий или даже признания их в качестве комплиментарных. Проведенное в статье сравнение дает основание утверждать, что посткейнсианский анализ отличается более высокой степенью реализма чем неокейнсианская теория, и поэтому он может лучше объяснять вопросы, появляющиеся в исследованиях функционирования рынка кредитов и возможности возникновения явления ограничения роста кредитов. Именно поэтому кажется, что перед лицом неослабевающего интереса к проблеме ограничения кредитов, посткейнсианство предлагает более обещающее направление дальнейших исследований, чем неокейнсианство.

Ключевые слова: ограничение роста кредитов ♦ асимметрия информации ♦ реальные ограничения ♦ фундаментальная неуверенность ♦ кредитная надежность ♦ неокейнсианство ♦ посткейнсианство