

ВКЛАД Х.Ф. МИНСКИ В ЭКОНОМИЧЕСКУЮ ТЕОРИЮ И ОСНОВНЫЕ ПРИЧИНЫ КРИЗИСОВ В ПОЗДНЕИНДУСТРИАЛЬНОЙ ДЕНЕЖНОЙ ЭКОНОМИКЕ

РОЗМАЙНСКИЙ И.В.

к.э.н., доцент Санкт-Петербургского филиала ГУ ВШЭ
e-mail: rozvital@inbox.ru

В статье анализируются фундаментальные причины кризисов через призму посткейнсианской теории. Основываясь на теоретическом наследии Х.Ф. Мински последовательно рассматриваются проблемы денег и финансовой эволюции, инвестиций, финансовой нестабильности, экономической динамики и экономической политики. Текущий финансовый и экономический кризис рассматривается как следствие функционирования и эволюции институтов позднеиндустриальной денежной экономики.

Ключевые слова: посткейнсианство, финансовая эволюция, теория денег, экономический кризис, финансовые стадии капитализма.

Код классификатора JEL: E12, E52

Введение

Тема текущего кризиса с конца 2008 года стала основной для многих периодических экономических изданий. Теоретики и практики предлагают различные объяснения, причем многие сходятся во мнении, что этот кризис представляет собой нечто уникальное. Нам представляется, что посвященные кризису дискуссии могли бы быть гораздо более плодотворными, если бы научный кругозор участников подобных диспутов значительно выходил за рамки экономической теории мейнстрима [mainstream economics], т.е. магистрального направления современной экономической науки. Одна из основных целей данной работы – попытаться решить указанную задачу. Мы опишем основные научные идеи экономиста, который, возможно, наиболее глубоко смог понять фундаментальные причины кризисов современной позднеиндустриальной¹ капиталистической² (ну или позднеиндустриальной денежной³) экономики и попытаемся с учетом этих идей объяснить основные причины текущего кризиса. Речь пойдет о теоретических концепциях, предложенных выдающимся американским

¹ Под «позднеиндустриальной экономикой» или «позднеиндустриальным обществом» мы имеем в виду индустриальное хозяйство, в котором произошла информационная революция, т.е. хозяйство, базирующееся на индустриальных технологиях, но характеризующееся значительной ролью сектора услуг, в том числе (если не в первую очередь) и финансовых, а также частым применением знаний для генерирования инноваций. По ряду причин термин «позднеиндустриальный» видится нам более точным, чем «постиндустриальный», подробнее см. [10, с. 64–65].

² Мы исходим из того, что «капитализм предполагает частную собственность на производственные активы длительного пользования и прибыльность ведения хозяйственной деятельности как ее ведущий мотив» [9, с. 64; см. также 10]. В основе этих свойств неявно лежит «индустриальность» используемых технологий и выполнение деньгами функции средства накопления. Посткейнсианцы предпочитают говорить именно о капитализме, а не о рыночной экономике, которая может носить чисто обменный, «деревенский» характер при отсутствии индустриальных технологий, крупных фирм и банков, денег как актива длительного пользования и сложных финансовых отношений [9; 10]. См. также чуть ниже слова Х.Ф. Мински о бартерной и спекулятивно-финансовой парадигмах.

³ Еще чаще посткейнсианцы употребляют понятие «денежной экономики», имея в виду индустриальное рыночное хозяйство, базирующееся на использовании долгосрочных контрактов, в котором деньги выполняют функцию погашения таких контрактов и, как следствие этого, служат активом длительного пользования и средством сохранения ценности [17, р. 102; см. также 9; 10; 13].

экономистом Хайманом Филипсом Мински (1919 – 1996), которому в этом году исполнилось бы 90 лет.

«Назад, к подлинному Кейнсу!»

Х.Ф. Мински был едва ли не ведущим представителем посткейнсианства. В свою очередь, посткейнсианская школа является одним из главных неортодоксальных [heterodox]⁴ направлений в современной экономической мысли. Фундамент для посткейнсианских идей был обнаружен Х.Ф. Мински и другими экономистами, близкими ему по взглядам, – П. Дэвидсоном, С. Вайнтраубом, Ф. Карвальо и прочими [1; 8; 17; 20; 23; 35; 37] - в правильной трактовке идей Джона Мейнарда Кейнса (отсюда и название направления, к которому он принадлежал). При этом такая трактовка касалась не только знаменитой книги «Общая теория занятости, процента и денег» [2], но и других работ, в частности, некоторых статей, опубликованных в 1937 и 1939 годах [3; 29; 30; 31], т. е. уже после издания упомянутой книги. Х.Ф. Мински показал, что главные идеи Дж.М. Кейнса были искажены, а чаще просто не учтены Дж. Р. Хиксом, П. Самуэльсоном и другими представителями традиционного кейнсианства.⁵ К потерянным в традиционном кейнсианстве элементам концепции Дж.М. Кейнса он отнес следующие: «... принятие решений при неопределенности, циклический характер капиталистического процесса и финансовые отношения развитой капиталистической экономики» [35, р. ix]. Последовательную связь этих элементов можно описать следующим образом.

Капиталистическая экономика существует в историческом времени, в котором «... прошлое дано и не может быть изменено, а будущее неопределенно и не может быть известно»⁶. Поэтому в таком времени, в отличие от логического времени, нельзя двигаться из будущего в прошлое. Для защиты от присущей историческому времени неопределенности будущего создается абсолютно ликвидный и надежный актив – деньги. Но «... деньги нельзя производить по желанию» [2, с. 301]⁷. Поэтому увеличение (сокращение) спроса на них, происходящее за счет сокращения (увеличения) спроса на производственные активы создающие национальный доход и занятость, приводит к спаду (оживлению) в экономике. Так закладываются основы для циклического характера динамики капиталистической экономики. Эта цикличность усугубляется сложными финансовыми отношениями, позволяющими, с одной стороны, финансировать большой объем инвестиций в фазе оживления, а с другой стороны, становящимися причиной тяжелого долгового бремени инвесторов в фазе спада. Таким образом, в теории Дж.М. Кейнса содержатся утверждения о внутренне присущей капиталистическому хозяйству циклической нестабильности.

Вот эти аспекты как раз и были потеряны в традиционной кейнсианской макроэкономической теории. Произошло следующее: изобретенные Кейнсом аналитические инструменты – «предельная склонность к потреблению», «предельная эффективность капитала», «предпочтение ликвидности» – были «втиснуты» в рамки неоклассичес-

⁴ О различиях между «мейнстримом» и «неортодоксальными направлениями» см. [11].

⁵ Именно модели традиционных кейнсианцев составляют основу вводного курса макроэкономики, и именно по этим моделям судят о том, что такое кейнсианство. При этом следует учитывать, что такие модели довольно плохо вписываются в современный мейнстрим, - хотя и несколько лучше, чем теория самого Дж.М. Кейнса или разработки посткейнсианцев [11], - прежде всего, потому что многие из них не базируются на микроэкономических основаниях в виде учета оптимизирующего поведения. Поэтому в данной работе мы избегаем использования напрашивающегося термина «ортодоксальное кейнсианство». Несмотря на это, утверждения о схожести традиционного кейнсианства и неоклассической теории – главной ветви мейнстрима – справедливы, об этом свидетельствуют и приводимые ниже высказывания Х.Ф. Мински, и часто применяемый для описания традиционного кейнсианства термин «кейнсианско-неоклассический синтез», который нередко произносится просто как «неоклассический синтез».

⁶ Эта цитата принадлежит Бэзилу Муру и содержится в работе: [13, р. 42]. Подробнее о роли неопределенности см. [7, с. 63 – 64; 10, с. 54 - 55].

⁷ Данный тезис верен применительно к товарным деньгам. Кредитные деньги часто характеризуются эндогенностью (см. следующий раздел) и поэтому к ним данное утверждение не относится. Но поскольку они, как и товарные деньги, отличаются нулевой трудоемкостью, дальнейший ход рассуждений правильно отражает реальность и хозяйства с кредитными деньгами [8, с. 21; 52].

кого равновесного подхода. В результате этого теория Кейнса стала трактоваться как модель, описывающая лишь частный случай капиталистического хозяйства, случай, отличающийся особыми свойствами: негибкостью номинальной ставки заработной платы, совершенной неэластичностью инвестиций по ставке процента, ловушкой ликвидности (или совершенной эластичностью спроса на деньги по ставке процента). При наличии хотя бы одного из этих свойств в экономике может долго существовать вынужденная безработица; однако в «нормальной ситуации» перечисленные свойства отсутствуют и хозяйство характеризуется полной занятостью. Иными словами, теория Дж.М. Кейнса оказалась просто особым случаем неоклассической теории.

Эти обстоятельства побудили Х.Ф. Мински заявить о внутреннем сродстве традиционного кейнсианства и неоклассической теории. По его мнению, оба подхода «... основаны на бартерной парадигме – образе крестьянина или ремесленника, торгующих на деревенском рынке» [35, р. 57]. Его же собственный подход, согласно его словам, «... опирается на спекулятивно-финансовую парадигму – образ банкира, делающего свой бизнес на Уолл-Стрит» [35, р. 58].

Таким образом, одним из значительных научных достижений Х.Ф. Мински⁸ в экономическую теорию было обнаружение «истинного учения» Дж.М. Кейнса⁹, учения, проигнорированного традиционными кейнсианцами.

Теория денег и финансовой эволюции

В этой сфере Х.Ф. Мински развил идеи Дж.М. Кейнса, высказанные им в некоторых из уже упомянутых нами статьях 1937 и 1939 гг. [29; 30; 31]. Дж.М. Кейнс описал в них процессы накопления основного капитала и его финансирования, заложив основы теории эндогенной денежной массы. Согласно Дж.М. Кейнсу, непосредственной закупке капитала предшествует получение предпринимателем денег («финансов» в его терминологии) у финансовых учреждений. Здесь создание последними денежных средств через кредитование фирм-инвесторов является необходимым условием инвестирования. Однако Дж.М. Кейнс в явном виде не формулировал данный тезис; он неявно вытекает из его теории. Х.Ф. Мински же сделал на этом акцент, отметив, что «в капиталистической экономике деньги связаны с процессом создания капитальных активов и контроля над ними» [39, р. 223]. По мнению Х.Ф. Мински, «... создание денег представляет собой часть механизма... выпуска конкретной инвестиционной продукции» [39, р. 224]. «Таким образом, денежная масса определяется в очень значительной мере внутри экономики, поскольку ее изменения отражают ожидания будущей конъюнктуры со стороны предприятий и банков» [39, р. 118]. Итак, деньги это актив, который создается внутри экономики, т.е. эндогенно, для приобретения производственного имущества (в первую очередь, основного капитала).

Следует отметить, что сама по себе концепция эндогенной денежной массы не является изобретением Х.Ф. Мински. Крупный вклад был внесен здесь такими экономистами, как уже упомянутые П. Дэвидсон и С. Вайнтрауб, а также В. Чик, К. Ниггл, Ф. Эрестис, Р. Поллин, Л. Р. Рэй и др. [4; 5; 8; 13; 17; 18; 20; 42; 44; 50; 51]. Однако часто при анализе факторов эндогенности денег указывалось лишь на необходимость формирования оборотных фондов (затрат на зарплату, сырье, налоги) или же на самостоятельность установления фирмами цен при олигополистической структуре производства. Вклад Х.Ф. Мински здесь заключается в выделении связи между динамикой предложения денег, изменением их структуры за счет появления и распространения

⁸ Впервые Х.Ф. Мински обобщил свои идеи по поводу правильной трактовки Дж.М. Кейнса в 1975 году, в книге, которая так и называлась: «Джон Мейнард Кейнс» [35], затем дополнив их в своем главном труде «Стабилизируя нестабильную экономику» [39], изданном в 1986 году. До него, пожалуй, лишь два экономиста – Д. Диллард [23] в 1948 году и П. Дэвидсон [20] в 1972 году – отважились дать целостное «неортодоксальное» изложение теории Дж.М. Кейнса.

⁹ С точки зрения Х.Ф. Мински и других ведущих посткейнсианцев (П.Дэвидсона, Ф. Карвальо, Л.Р. Рэя и др.), самыми важными – и недооцененными в традиционном кейнсианстве – элементами учения Дж.М. Кейнса являются главы 12 и 17 его «Общей теории занятости, процента и денег», а также статья «Общая теория занятости», впервые опубликованная в феврале 1937 года в журнале *Quarterly Journal of Economics* и дважды переведенная и изданная в России в конце 1990-х годов [3]. См. [17, 20; 35; 53].

менее ликвидных денежных агрегатов, и процессом накопления основного капитала через промышленные инвестиции.

Х.Ф. Мински также первым, еще в 1957 году, показал, что в случае нехватки резервов финансовые учреждения удовлетворяют «инвестиционный» спрос фирм на деньги путем финансовых инноваций [34]. Например, посредством сделок с соглашениями об обратном выкупе, которые состоят в продаже долгового обязательства с его последующей покупкой, в результате чего продавец в настоящий момент получает деньги, которые можно выдать в качестве кредита. Позднее посткейнсианцы указали на другие важные финансовые инновации: использование депозитных сертификатов и евродолларовых займов, секьюритизацию (конвертацию банковских ссуд в ценные бумаги), «внебалансовую деятельность» (off-balance sheet activity). Последний вид инноваций может проявляться, например, в открытии для некоторых фирм «кредитных линий» в виде обязательства выдачи ссуд в определенном размере по их первому требованию, и т. д. Подобная финансовая эволюция уменьшает эффективность денежной политики центрального банка и в еще большей степени способствует эндогенности денежной массы [5; 18; 33; 42]¹⁰.

Сейчас в неортодоксальной экономической теории точка зрения о значительной независимости денежной массы от мероприятий центробанка представляет собой общее место. Но впервые о возможности такой независимости было написано более 50 лет назад Хайманом Филипом Мински!

Теория инвестиций и «двух уровней цен»

Следующим важнейшим вкладом Х.Ф. Мински в экономическую науку является разработанная им – опять-таки на основе идей Дж.М. Кейнса - теория инвестиций. В 17-й главе «Общей теории занятости, процента и денег» [2; 35; 53] ее автор показал, что ценность любого актива длительного пользования определяется его «собственной нормой (т. е. ставкой) процента» (own rate of interest). Этот показатель, проще говоря, есть сумма всех выгод, получаемых от актива, за вычетом издержек на его содержание. К этим выгодам относятся не только денежные поступления, но и неявные преимущества обладания этим активом, например высокая степень ликвидности. Следует подчеркнуть, что все описанные выгоды и издержки являются ожидаемыми, а не фактическими величинами (хотя здесь Дж.М. Кейнс не делал особого акцента на различиях между величинами этих двух типов).

Новшества, предложенные здесь Х.Ф. Мински, таковы. По его мнению, собственная норма процента актива есть не что иное, как цена спроса на этот актив. Цена спроса отражает привлекательность данного актива в глазах конкретного инвестора (или рынка в целом). Существует также цена предложения актива. Она представляет собой просто цену его производства и определяется средними издержками, а точнее, превышает их на величину «ценовой накладки», как это имеет место при несовершенной конкуренции, наличие которой обычно предполагали Х.Ф. Мински и другие посткейнсианцы. Таким образом, капиталистическая экономика характеризуется наличием двух уровней цен; один из этих уровней зависит от условий производства активов, тогда как другой – от капитализированной ценности ожидаемых доходов от их использования.

Уровень инвестиций в тот или иной актив определяется соотношением цен спроса и предложения. Точнее говоря, инвестиции в актив будут осуществляться только в том случае, если цена спроса больше или равна цене предложения.

Однако эти уровни цен не являются единственными факторами инвестиций. Если фирмы при финансировании капиталовложений не прибегают к финансовым учреждениям или рынкам, то существует серьезный ограничитель инвестиций в виде объема

¹⁰ В переходной экономике неблагоприятная динамика структуры средств обращения взаимосвязана со спадом инвестиций и расширением теневого сектора [6], а также может повлиять на падение эффективности денежной политики. Слово «неблагоприятный» относится к повышению доли бартера, неплатежей и наличности в общей численности средств обращения.

внутренних финансовых источников. Когда же для обеспечения капиталовложения применяется внешнее финансирование, появляются дополнительные детерминанты инвестиций – «риск заимодавца» и «риск заемщика»¹¹. Первый из этих рисков связан с опасениями банков или иных финансовых учреждений по поводу того, что должник не сможет вернуть долг. Второй риск связан с опасениями фирмы-дебитора, что она окажется не в состоянии возратить кредит. Значения обоих рисков находятся в прямой зависимости от так называемого «левереджа» (leverage). Данный термин означает отношение долгов экономического субъекта (в данном случае фирмы-инвестора) к его активам. Увеличение объема инвестиций, финансируемых через долги, рано или поздно влечет за собой рост значений рисков заимодавца и заемщика, а это ограничивает их величину.

Заслуга Х.Ф. Мински здесь заключается в том, что он смог включить в функцию инвестиций факторы, отражающие неопределенность будущего и степень пессимизма (или оптимизма) экономических субъектов. На наш взгляд, именно эти факторы, а не детерминанты, связанные с текущей предельной производительностью капитала (как в случае с неоклассической теорией), играют основную роль при определении объема инвестиций. Не меньшее значение имеет существование в функции инвестиций переменных, отражающих финансовое состояние инвесторов. Таким образом, объем инвестиций фирмы зависит от структуры ее пассивов.

Гипотеза финансовой нестабильности как теория экономической динамики

Пожалуй, главное научное достижение Х.Ф. Мински состоит в создании теории экономической динамики, которая была им названа гипотезой финансовой нестабильности (далее мы будем называть ее просто ГФН)¹². Нередко эта теория называется также гипотезой финансовой хрупкости (financial fragility hypothesis). Она базируется на разработанных Х.Ф. Мински (и рассмотренных выше) теориях денег, финансовой эволюции и инвестиций, а также на концепции долговой дефляции Ирвинга Фишера [27]¹³. Согласно этой концепции, понижающие тенденции экономической динамики усугубляются снижением уровня цен («цен предложения» в терминологии Х.Ф. Мински), поскольку такое снижение утяжеляет бремя «реальных» долгов, что ведет к неплатежеспособности и банкротству многих производственных единиц.

ГФН – это «теория о том, как капиталистическая экономика эндогенно порождает финансовую структуру, которая подвержена финансовым кризисам» [37, р. 289 – 290]. Под финансовой структурой здесь понимаются «... рыночные взаимодействия между заемщиками и заимодавцами и отражающие эти взаимодействия балансы нефинансовых фирм, посредников и домохозяйств» [44, р. 97]. Согласно ГФН, экономическая динамика в очень значительной мере определяется тем, как фирмы финансируют свои инвестиции в основной капитал. В начале повышательной стадии делового цикла (в фазе оживления) преобладает обеспеченное финансирование (hedge finance), при котором текущие денежные поступления фирм достаточны для погашения долга, включая проценты по нему. Такой режим финансирования в значительной степени представляет собой следствие большей опоры фирм на внутренние финансовые

¹¹ Впервые эти термины (borrower risk и lender risk) были предложены Дж. М. Кейнсом в 11-й главе его самой известной книги [2, с. 108–110], но остались незамеченными со стороны его ближайших последователей.

¹² Один из последователей Х.Ф. Мински Ч. Уолен полагает, что гипотезу финансовой нестабильности можно, в частности, трактовать как альтернативу неоклассической гипотезе эффективности рынков [49, р. 12 – 13].

¹³ Сам Х.Ф. Мински полагал, что его «гипотеза финансовой нестабильности» была создана под влиянием идей Дж. М. Кейнса, И. Фишера, а также Г. Саймонса [47, р. 130], который впервые указал на опасность, проистекающую из эндогенного создания денег в ходе краткосрочного финансирования долгосрочных инвестиционных проектов. О ранних исследованиях самого Х. Ф. Мински см. [48].

источники, чем на внешние средства. Это объясняется тем, что в фазе оживления в памяти экономических субъектов еще свежи воспоминания о недавней депрессии. Поэтому риски заимодавца и заемщика являются пока высокими.

Однако постепенно эти воспоминания забываются, в частности, потому, что национальный доход, создающийся инвестициями в условиях режима обеспеченного финансирования, увеличивается. Происходит уменьшение значений рисков заимодавца и заемщика. Как писал Дж.М. Кейнс: «В период бума общераспространенная оценка степени риска со стороны как должника, так и кредитора имеет тенденцию становиться необычайно и неблагоприятно низкой» [2, с. 210]. В результате фирмы активно переходят на внешнее финансирование капиталовложений. Через некоторое время наступает ситуация, при которой денежные поступления многих фирм достаточны лишь для уплаты процентов по долгам, но их не хватает на амортизацию этих долгов (т. е. для погашения части основной суммы задолженности). Чтобы не стать банкротами, такие фирмы вынуждены брать новые кредиты в целях погашения старых. Этот режим финансирования был назван Х.Ф. Мински спекулятивным финансированием (*speculative finance*). В случае роста процентных ставок или падения денежных поступлений фирм спекулятивное финансирование неизбежно трансформируется в Понци финансирование (*Ponzi¹⁴ finance*), при котором этих поступлений не хватает даже на регулярную выплату процентов. В такой ситуации единственный выход - увеличение объема задолженности для погашения старых кредитов. Если спекулятивное финансирование характерно для фазы бума, то Понци финансирование приводит к переходу экономики из этой фазы в фазу спада. Это связано с тем, что рано или поздно фирмы, применяющие последний описанный режим финансирования, окажутся не в состоянии получить новые кредиты либо из-за слишком высокого значения риска заимодавца (отражающего пессимизм финансовых учреждений), либо из-за общей нехватки финансовых ресурсов (денег и их заменителей) в экономике. Если же для получения указанных ресурсов фирмы станут продавать свои производственные активы, то это приведет к снижению цены спроса на них, уровня инвестиций и, естественно, к экономическому кризису. Такой кризис может быть углублен за счет слишком большого значения риска заемщика (в результате чего инвестиции фирм окажутся меньше суммы, которую можно было бы потенциально финансировать на основе использования их внутренних источников), и особенно в том случае, если цена спроса на производственные активы упадет ниже цены их предложения. Ведь в этом последнем случае произойдет не что иное, как полное прекращение инвестиционного процесса.

Таким образом, периодические экономические кризисы порождаются не только неблагоприятными изменениями ожиданий экономических субъектов (данный факт подчеркивался как Дж.М. Кейнсом, так и некоторыми ортодоксальными экономистами, например А. С. Пигу в книге «*Industrial Fluctuations*»), но и систематически возникающей неспособностью сектора фирм к погашению своих долгов финансовому сектору. Это один из главных выводов ГФН. Другой главный вывод состоит в том, что в ходе делового цикла финансовая система становится все более и более хрупкой, т. е. происходит уменьшение ликвидности балансов хозяйствующих субъектов. Иными словами, деловой цикл можно воспринимать как феномен, связанный с «изменениями в степени хрупкости экономики» [17, р. 153]. Вот почему, как уже отмечалось выше, ГФН нередко называется также гипотезой финансовой хрупкости. Можно также добавить, что описанное повышение степени хрупкости является во многом плодом финансовой эволюции и эндогенного создания денежной массы в экономике, одним из важнейших свойств которой является накопление богатства [49, р. 11].

Сам Х.Ф. Мински обобщил основные положения ГФН следующим образом. «Первая теорема гипотезы финансовой нестабильности состоит в том, что экономика име-

¹⁴ Этот режим финансирования назван «в честь» бостонского банкира Чарльза Понци, который сразу после Первой мировой войны практиковал в Бостоне финансовые спекуляции, подобные тем, что много десятилетий спустя стали осуществлять в постсоветской России финансовые компании, такие, как «МММ».

ет режимы финансирования, при которых она стабильна, и режимы финансирования, при которых она нестабильна. Вторая теорема гипотезы финансовой нестабильности состоит в том, что в течение периодов длительного процветания экономика переходит от финансовых отношений, способствующих стабильной системе, к финансовым отношениям, способствующим нестабильной системе» [40].

Основные преимущества ГФН по сравнению с другими теориями экономической динамики заключаются в следующем. Во-первых, это первая теория цикла, интегрирующая его инвестиционные и финансовые факторы. Во-вторых, она показывает, что экономический рост в капиталистическом хозяйстве имеет циклическую природу; поэтому рассмотрение роста и цикла как двух совершенно разных проблем (точнее говоря, проблем, относящихся к разным периодам времени) не может способствовать полному пониманию обоих этих феноменов. Отсюда, в частности, следует, что большинство известных моделей роста способно дать лишь ограниченное объяснение долгосрочной экономической динамики, поскольку не учитывает ее циклический характер¹⁵. В-третьих, ГФН демонстрирует, что «стабильность или спокойствие в мире с циклическим прошлым и капиталистическими финансовыми учреждениями является дестабилизирующей» [38, р. 37]. Иными словами, состояние сбалансированного роста – всего лишь момент циклической динамики капиталистического хозяйства, а не некий «центр притяжения», к которому оно стремится. В-четвертых, рассмотренная теория отражает тот факт реального мира, что экономическая и финансовая нестабильность являются «...нормальным функционированием, внутренне порождаемым результатом поведения капиталистической экономики» [38, р. 26].

Взгляды Х.Ф. Мински на экономическую политику

Х.Ф. Мински выступал за активное макроэкономическое и институциональное вмешательство государства в экономику. Макроэкономическая роль государства рассматривалась им, прежде всего, как способ предотвращения финансового коллапса в периоды спадов и депрессий. Она должна заключаться в поддержании денежных поступлений производственных и финансовых единиц. Для этих целей, по его мнению, в фазе спада нужно проводить стимулирующую (т. е. экспансионистскую) фискальную и денежную политику. Первая, повышая уровень совокупного спроса, увеличивает доходы сектора фирм, что позволяет многим его представителям погасить долги и не обанкротиться. Вторая увеличивает количество ликвидности в финансовом секторе, а это позволяет «держаться на плаву» финансовым учреждениям, сталкивающимся с невозвращением долгов или массовыми изъятиями населением своих вкладов. Такое вмешательство государства, согласно точке зрения Х.Ф. Мински, убергло западные страны в 1970–1990 гг. от второй Великой депрессии, так как предотвратило «долговую дефляцию». Правда, платой за это предотвращение явилась стагфляция.

Однако макроэкономическая политика не в состоянии изменить глубинные характеристики современного позднеиндустриального капиталистического хозяйства, из-за которых оно подвержено нестабильности. Дело в том, что повторяющаяся стимулирующая политика государства, опять-таки, усыпляет бдительность и фирм, и банков. По мере накопления опыта удачной реализации инвестиционных проектов, хозяйствующие субъекты будут все больше терять осторожность [12; 25]. Как отмечал сам Х.Ф. Мински: «после того, как заемщики и заимодавцы признают факт уменьшения степени понижательной нестабильности прибыли, будет расти готовность и способность промышленников и банкиров к долговому финансированию. Если потоки наличности, погашающие долги, фактически гарантированы деятельностью Большого Правительства¹⁶, то происходит поощрение долгового финансирования приоб-

¹⁵ Это касается и некоторых посткейнсианских моделей роста, см. [8, с. 27–29].

¹⁶ Под «Большим Правительством» [Big Government] Х.Ф. Мински понимал правительство с большой долей участия в ВВП, которое систематически проводит антициклическую фискальную политику. Аналогично, Центральный банк, систематически проводящий антициклическую денежную политику и выполняющий функцию «кредитора последней инстанции» [lender-of-last-resort], был назван

ретения капитальных активов» [39, p. 213]. В посткейнсианской традиции описанный феномен принято называть парадоксом Мински.

По мнению Х.Ф. Мински, избавить капиталистическую экономику от нестабильности могла бы институциональная политика государства. Она должна состоять, во-первых, в стимулировании изменений структуры совокупного спроса и технологий производства. В совокупном спросе должна повыситься доля потребления, а технологии должны стать более трудоемкими. Он полагал, что «... экономика, которая ориентирована на производство потребительских товаров менее капиталоемкими методами... будет в меньшей степени подвержена финансовой нестабильности и инфляции» [38, p. 53]. Во-вторых, такая политика должна заключаться в упрощении финансовой системы, упрощении, которое выражается, прежде всего, в ограничении краткосрочного кредитования долгосрочных инвестиционных проектов, т.е. в ограничении спекулятивного и Понци финансирования. Как отмечал Х.Ф. Мински, «... финансирование собственности на капитальные активы и инвестиций представляет собой ключевой дестабилизирующий феномен» [36, p. 520]. К сожалению, он не детализировал механизм реализации институциональной политики государства.

Впоследствии Х.Ф. Мински вернулся к проблеме государственной политики при разработке теории, рассматриваемой в следующем разделе.

Теория финансовых стадий капитализма

В своей последней статье, написанной в соавторстве с американским экономистом Чарльзом Уоленом [41], Х.Ф. Мински выдвинул теорию финансовых стадий капитализма, которая, на наш взгляд, вносит серьезный вклад, как в понимание институциональной эволюции капиталистической экономики, так и в выявление природы текущего кризиса. Согласно этой теории, капиталистическое хозяйство прошло в своем развитии пять финансовых стадий. Первая стадия – «коммерческий капитализм» – характеризовалась использованием внешних финансов в основном для обеспечения торговли товарами; при этом доминирующими «финансовыми учреждениями» являлись купцы и их объединения в виде торговых банков. Коммерческий капитализм был «утром» «дня» западной денежной экономики. Следующая стадия – «промышленный капитализм». Эта стадия отличается появлением и доминированием внешнего финансирования строительства железных дорог, добычи каменного угля и деятельности других отраслей промышленности. Промышленный капитализм сменился на рубеже XIX и XX веков «финансовым капитализмом», при котором внешнее финансирование использовалось, прежде всего, для финансирования создания трестов, картелей и иных монополистических и олигополистических объединений. По мнению Х.Ф. Мински, эпоха финансового капитализма закончилась Великой депрессией (1929–1933 гг.).

Активное макроэкономическое и иное вмешательство государства в капиталистическую экономику привело к появлению «менеджерального капитализма». Он отличался активной антициклической политикой государства, поддержанием низких процентных ставок, страхованием депозитов финансовых учреждений, «акционерным» участием государства в промышленности, финансах и транспортной отрасли, а также ограничениями конкуренции. При этом в эпоху менеджерального капитализма (продолжавшуюся примерно с конца 1930-х до начала 1970-х годов) финансовая система была прочной (*robust*), т.е. отличалась высокой степенью ликвидности балансов хозяйствующих субъектов.

Менеджеральный капитализм сменился последней (на сегодня) финансовой стадией – «капитализмом денежных менеджеров» (*money manager capitalism*). Эта стадия характеризуется доминированием на финансовых рынках институциональных инвесторов. Иными словами, на данной стадии обращение большей части финансовых инструментов управляется финансовыми учреждениями, причем не столько даже коммерческими банками, сколько страховыми компаниями, пенсионными и взаимными фондами, а также прочими подобными организациями. В значительной сте-

Х.Ф. Мински «Большим Банком» [Big Bank]. См. также [33, p. 4].

пени благодаря этому происходит трансформация финансовой системы из прочной в хрупкую (*fragile*), трансформация, которая осуществляется, как уже отмечалось, в ходе деловых циклов. Другие свойства капитализма денежных менеджеров – меньшая активность государства в проведении стабилизационной политики, уменьшение степени «акционерного» участия государства в экономике, усиление конкуренции, а также более неблагоприятные социальные показатели (высокий уровень безработицы, упадок профсоюзов) по сравнению с менеджеральным капитализмом.

Х.Ф. Мински считал, что последняя стадия менее хороша, чем предыдущая, поскольку характеризуется резко возросшей нестабильностью¹⁷. Вместе с Ч. Уоленом он отмечал: «капитализм может быть успешным, только если его институциональная структура отражает тот факт, что люди имеют ограниченную терпимость по отношению к неопределенности и ненадежности» [41, р. 161]. По его мнению, институциональная структура капитализма денежных менеджеров не отражает данный факт. Благоприятное изменение этой структуры, с точки зрения Х.Ф. Мински, может быть осуществлено государством. Этому может послужить как политика, применявшаяся в эпоху менеджерального капитализма, например поддержание низких и стабильных процентных ставок и политика обеспечения полной занятости, так и «новые» мероприятия, в частности увеличение государственных капиталовложений в инфраструктуру и активный качественный контроль над деятельностью финансовых учреждений. Последняя разновидность мер может заключаться, например, в запрещении покупок спекулятивных активов с нестабильной рыночной ценой теми банками, чьи пассивы находятся под защитой центрального банка.

По мнению Х.Ф. Мински и Ч. Уолена, можно «... не только уменьшить степень сегодняшней экономической ненадежности, не жертвуя экономическим прогрессом, но также заложить и установить институциональные предпосылки для успешного капитализма двадцать первого века» [41, р. 168]. Эти слова Х.Ф. Мински оказались его завещанием, как для теоретиков-экономистов, так и для лиц, ответственных за проведение экономической политики. К сожалению, последние не выполнили указанное завещание.

Вместо заключения: теория Х.Ф. Мински и современные кризисы

Мы полагаем, что американский экономист Хайман Филип Мински оставил очень яркий след в экономической теории второй половины XX в., внося огромный вклад в такие области, как теория денег, теория инвестиций, теория деловых циклов, теория финансовой эволюции, теория экономической политики. Думается, что он заслуживал Нобелевской премии не в меньшей степени, чем, скажем, такие макроэкономисты, как Джон Ричард Хикс, Милтон Фридмен или Роберт Эмерсон Лукас. К сожалению, уже давно наблюдается тенденция к присуждению этой премии тем, кто ограничивается лишь мягкой критикой существующего на Западе общественного строя или же вообще полностью его одобряет (а также не склонен отвергать принципы оптимизации и методологического индивидуализма¹⁸ при построении своих концепций). Как уже, наверное, стало ясно, Х.Ф. Мински не относился к числу подобных ученых. Но данный факт, по нашему мнению, не должен служить препятствием к глубокому изучению его богатого научного наследия.

Еще при жизни Х.Ф. Мински, в конце 1980-х и в начале 1990-х годов было издано несколько сборников статей [25; 26; 46], которые содержали макроэкономические исследования в «минскианском духе» различных ученых. Эти сборники, особенно тот, который вышел под редакцией Г. Димски и Р. Поллина [25], часто цитируются в посткейнсианской литературе. В то же самое время, идея финансовой хрупкости заинтересовала представителей мейнстрима в лице таких известных представителей нового кейнсианства, как Дж. Стиглиц, Б. Бернанке и другие. В результате были опубли-

¹⁷ См. также [53, р. 18].

¹⁸ Именно эти принципы являются основополагающими для экономической теории мейнстрима [11].

ликованы знаменитые статьи [15; 28]¹⁹, написанные упомянутыми экономистами и их коллегами, статьи, которые почему-то считаются пионерными, хотя, на самом деле, понятие и роль финансовой хрупкости были исследованы впервые именно Х.Ф. Мински. Кроме того, новые кейнсианцы трактовали финансовую хрупкость в традиционном для себя духе, как следствие асимметричной информации. Никаких апелляций к неопределенности, особой роли денег, финансовой эволюции и инвестиций эти авторы не делали [53, р. 3].

А вскоре, после смерти Х.Ф. Мински в 1996 году, появилось множество выдержанных в традиции посткейнсианства работ, авторы которых применили ГФН к анализу финансовых кризисов в Юго-Восточной Азии [14; 32; 45], странах Латинской Америки [19; 22; 43], Ближнего Востока [24] и Восточной Европы [16]. Текущий финансовый кризис, начавшийся в 2008 году²⁰, также вызвал интерес у последователей Х.Ф. Мински [33; 49; 53], хотя еще прошло слишком мало времени для того, чтобы дать его глубокий и всесторонний анализ.

Однако, с точки зрения, диктуемой теорией Х.Ф. Мински, основные причины кризиса очевидны. Наблюдавшийся на рубеже веков длительный подъем, вызванный, в частности, специфическим сочетанием развития «новой экономики» (связанной с телекоммуникациями, Интернетом и т.д.), бурных финансовых инноваций и процессов глобализации, привел к небывалому росту степени финансовой хрупкости во всей мировой экономике. Такой подъем усыпил бдительность хозяйствующих субъектов во всем мире, субъектов, набравших много «сомнительных» долгов и ставших неликвидными и неплатежеспособными. Текущий кризис оказался закономерной расплатой. По-другому и не могло быть в рамках капитализма денежных менеджеров. Таким образом, текущий финансовый и экономический кризис – следствие функционирования и эволюции институтов позднеиндустриальной денежной экономики. И полное преодоление этого кризиса вкупе с предотвращением его рецидивов невозможно без коренной реформы этих институтов. Некоторые направления такой реформы, возможно, должны состоять во введении ограничений на спекулятивизацию и развитие рынков производных финансовых инструментов, а также на краткосрочное кредитование долгосрочных инвестиционных проектов. Кроме того, не следует забывать о желательности ужесточения требований к ликвидности балансов финансовых учреждений. Однако при проведении подобных мероприятий следует соблюдать известную осторожность. Если подобные ограничения окажутся чрезмерно жесткими, то экономический прогресс может надолго затормозиться. Нужно учитывать, что развитие денежной экономики может быть только неустойчивым и неравновесным [9, с. 64–66].

ЛИТЕРАТУРА

1. *Вайнтрауб С.* (ред.) Современная экономическая мысль. М.: Прогресс. 1981.
2. *Кейнс Дж.М.* Общая теория занятости, процента и денег. М.: Прогресс. 1978.
3. *Кейнс Дж.М.* Общая теория занятости / в кн. Истоки. Вып. 3. М.: ГУ-ВШЭ. 1998.
4. *Ноздрань Н., Березин И.* Денежные агрегаты: теория и практика // Вопросы экономики. 1993. № 6.
5. *Розмаинский И.В.* Эволюция финансовой системы и макроэкономика: необходимость интеграции // Вестник Санкт-Петербургского университета. Сер. 5 (Экономика). 1994. Вып. 4. № 26.
6. *Розмаинский И. В.* Расширение теневой экономики и «денежная деградация»: пагубная взаимосвязь // Экономическая теория преступлений и наказаний. 2002. Вып. 4/2.

¹⁹ См. также обзорную статью по теме «финансовая хрупкость и экономические колебания» [21]. Важнейшее отличие новых кейнсианцев как от традиционных кейнсианцев, так и от посткейнсианцев, заключается в наличии микроэкономического обоснования макроэкономических функций, обоснования, содержащего оптимизирующее поведение репрезентативного агента. Поэтому новое кейнсианство является органичной частью современного мейнстрима.

²⁰ При этом можно говорить о том, что первые признаки кризиса начали проявляться еще в 2007 году в виде неблагоприятных процессов на ипотечном рынке США [33; 49; 53].

7. Розмаинский И.В. «Посткейнсианская модель человека» и хозяйственное поведение россиян в 1990-е годы // Экономический вестник Ростовского государственного университета. 2005. Том 3. № 1.
8. Розмаинский И.В. Посткейнсианская макроэкономика: основные аспекты // Вопросы экономики. 2006. № 5.
9. Розмаинский И.В. Денежная экономика как основной «предметный мир» посткейнсианской теории // Экономический вестник Ростовского государственного университета. 2007. Том 5. № 3.
10. Розмаинский И.В. Посткейнсианская теория денежной экономики и миражи постиндустриализма: анализ и выводы для постсоветской России // Экономический вестник Ростовского государственного университета. 2008. Том 6. № 1.
11. Розмаинский И.В. О методологических основаниях мейнстрима и гетеродоксии в экономической теории конца XIX – начала XXI века // Вопросы экономики. 2008. № 7.
12. Скоробогатов А.С. Макроэкономическая роль институтов: от онтологической неопределенности к концепции делового цикла // Экономический вестник Ростовского государственного университета. 2005. Том 3. № 2.
13. Arestis P. Post-Keynesian Theory of Money, Credit and Finance / Arestis P. (ed.) Post-Keynesian Monetary Economics: New Approaches to Financial Modelling. Aldershot: Edward Elgar. 1988.
14. Arestis P., Glickman M. Financial Crisis in Southeast Asia: Dispelling Illusion the Minskyan Way // Cambridge Journal of Economics. 2002. Vol. 26. № 2.
15. Bernanke B. S., Gertler M. Financial Fragility and Economic Performance // Quarterly Journal of Economics. 1990. Vol. 105.
16. Bezemer D. J. Post-Socialist Financial Fragility: The Case of Albania // Cambridge Journal of Economics. 2001. Vol. 25. № 1.
17. Carvalho F. J. C. Mr. Keynes and Post Keynesians. Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy. Aldershot: Edward Elgar. 1992.
18. Chick V. The Evolution of the Banking System and the Theory of Savings, Investment and Interest / Chick V. On Money, Method and Keynes. Selected Essays. London: Macmillan. 1992.
19. Cruz M., Amann E., Walters B. Expectations, the Business Cycle and the Mexican Peso Crisis // Cambridge Journal of Economics. 2006. Vol. 30. № 5.
20. Davidson P. Money and the Real World. London: Macmillan. 1972.
21. Delli Gatti D., Gallegati M. Financial Fragility and Economic Fluctuations: Keynesian Views (and an Addendum) // Economic Notes. 1995. Vol. 24. № 3.
22. De Paula L. F., Alves Jr. A. Jo. External Financial Fragility and the 1998 – 1999 Brazilian Currency Crisis // Journal of Post Keynesian Economics. 2000. Vol. 22. № 4.
23. Dillard D. The Economics of John Maynard Keynes. The Theory of a Monetary Economy. New-York: Prentice-Hall Inc. 1948.
24. Dufour M. Behavioural Explorations in a Realm of Fundamental Uncertainty: A Reappraisal of the 2000 – 2001 Financial Crisis in Turkey. http://www.pei.umass.edu/fileadmin/pdf/UM-NS_Workshop/Dufour_PaperTurkey_in_crisis_-_empirics.doc
25. Dymski G., Pollin R. (ed.) New Perspectives in Monetary Macroeconomics. Explorations in the Tradition of Hyman P. Minsky. Ann Arbor: The University of Michigan Press. 1994.
26. Fazzari S., Papadimitrou D. (ed.) Finance Conditions and Macroeconomic Performance. Essays in Honor of Hyman P. Minsky. Armonk. M. E. Sharpe, Inc. 1992.
27. Fisher I. The Debt Deflation Theory of Great Depressions // Econometrica. 1933. October.
28. Greenwald B. C., Stiglitz J. E. Financial Market Imperfections and Business Cycles // Quarterly Journal of Economics. 1993. Vol. 108.
29. Keynes J. M. Alternative Theories of the Rate of Interest // Economic Journal. 1937. June.

30. *Keynes J. M.* The «Ex Ante» Theory of the Rate of Interest // *Economic Journal*. 1937. December.
31. *Keynes J. M.* The Process of Capital Formation // *Economic Journal*. 1939. September.
32. *Kregel J.* Yes, It Did Happen Again – A Minsky Crisis Happened in Asia // *Jerome Levy Economics Institute*. Working Paper # 234. 1998. April.
33. *Kregel J.* The Natural Instability of Financial Markets // *The Levy Economics Institute*. Working Paper # 523. 2007. December.
34. *Minsky H. P.* Central Banking and Money Market Changes // *Quarterly Journal of Economics*. 1957. May.
35. *Minsky H. P.* *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press. 1975.
36. *Minsky H. P.* Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism // *Journal of Economic Issues*. 1980. June.
37. *Minsky H. P.* The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to «Standard» Theory / Wood J.C. (ed.) *John Maynard Keynes*. Critical Assessments. London: Macmillan. 1983.
38. *Minsky H. P.* The Financial Instability Hypothesis: A Restatement / Arestis P., Skouras T. (eds.) *Post-Keynesian Economic Theory*. Brighton: Wheatsheaf. 1985.
39. *Minsky H. P.* *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press. 1986.
40. *Minsky H. P.* The Financial Instability Hypothesis // *The Levy Economics Institute*. Working Paper # 74. 1992. May.
41. *Minsky H. P., Whalen C. J.* Economic Insecurity and the Institutional Prerequisites for Successful Capitalism // *Journal of Post Keynesian Economics*. 1996 - 1997. Winter.
42. *Niggle C. J.* The Evolution of Money, Financial Institutions, and Monetary Economics // *Journal of Economic Issues*. 1990. June.
43. *Pardo-Beltran E.* Minsky's Financial Fragility Applied to the Case of Colombia, 1970 – 2000. <http://www.policyinnovations.pdf>
44. *Pollin R.* Marxian and Post-Keynesian Developments in the Sphere of Money, Credit and Finance: Building Alternative Perspectives in Monetary Macroeconomics / Glick M. A. (ed.) *Competition, Technology and Money*. Classical and Post-Keynesian Perspectives. Aldershot: Edward Elgar. 1994.
45. *Schroeder S. K.* A Minskian Analysis of Financial Crisis in Developing Countries // *CEPA Working Paper 2002 – 09*. 2002. August.
46. *Semmler W.* (ed.) *Financial Dynamics and Business Cycles: New Perspectives*. Armonk. M. E. Sharpe, Inc. 1989.
47. *Simons H.* Rules versus Authorities in Monetary Policy // *Journal of Political Economy*. 1936. February.
48. *Toporowski J.* Minsky's 'Induced Investment and Business Cycles' // *Cambridge Journal of Economics*. 2008. Vol. 32. № 5.
49. *Whalen C. J.* The U. S. Credit Crunch of 2007. A Minsky Moment // *The Levy Economics Institute*. Public Policy Brief # 92.
50. *Wray L. R.* *Money and Credit in Capitalist Economies. The Endogenous Money Approach*. Aldershot: Edward Elgar. 1990.
51. *Wray L. R.* Alternative Approaches to Money and Interest Rates // *Journal of Economic Issues*. 1992. Vol. XXVI. December.
52. *Wray L. R.* Review of Post Keynesian Monetary Theory by Paul Davidson (Edward Elgar, 1994) // *Review of Political Economy*. 1995. Vol. 7. № 4.
53. *Wray L.R., Tymoigne E.* Macroeconomics meets Hyman P. Minsky: The Financial Theory of Investment. *The Levy Economics Institute*. Working Paper # 543. 2008. September.