Иван Розмаинский,
доцент,
Высшая школа экономики

Теория МИНСКИ и современный финансовый кризис

ТЕМА ТЕКУЩЕГО КРИЗИСА С КОНЦА 2008 ГОДА СТАЛА ОСНОВНОЙ ДЛЯ МНОГИХ ПЕРИОДИЧЕСКИХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ИЗДАНИЙ. ПРЕДСТАВЛЯЕТСЯ, ЧТО ДИСКУССИИ ПО ЭТОЙ ТЕМЕ МОГЛИ БЫ БЫТЬ БОЛЕЕ ПЛОДОТВОРНЫМИ, ЕСЛИ БЫ ИХ УЧАСТНИКИ УЧИТЫВАЛИ ДОСТИЖЕНИЯ ВЫДАЮЩИХСЯ ПРЕДСТАВИТЕЛЕЙ СОВРЕМЕННОЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ТЕОРИИ, ПРИЧЕМ НЕ ТОЛЬКО ТЕХ, КОТОРЫЕ ПОЛУЧИЛИ НОБЕЛЕВСКУЮ ПРЕМИЮ ПО ЭКОНОМИКЕ. В ДАННОЙ РАБОТЕ РЕЧЬ ПОЙДЕТ О ТЕОРИИ ВЫДАЮЩЕГОСЯ АМЕРИКАНСКОГО ЭКОНОМИСТА ХАЙМАНА ФИЛИППА МИНСКИ (1919–1996 ГГ.), КОТОРОМУ В ЭТОМ ГОДУ ИСПОЛНИЛОСЬ БЫ 90 ЛЕТ И КОТОРЫЙ НАПИСАЛ СВОИ САМЫЕ ГЛАВНЫЕ РАБОТЫ В 1970–1980-Е ГГ.[1)]

Сам Мински был последователем знаменитого британца Джона Мейнарда Кейнса (1883–1946 гг.), считающегося не только основателем макроэкономической науки, но и человеком, предложившим в 1930-е гг. рекомендации по выходу стран Запада из Великой депрессии. При этом Мински полагал, что ближайшие последователи Кейнса неправильно интерпретировали его идеи.

К потерянным в традиционном кейнсианстве элементам концепции самого Кейнса он отнес следующие: «... принятие решений при неопределенности, циклический характер капиталистического процесса и финансовые отношения развитой капиталистической экономики»[2)].

Дело в том, что капиталистическая экономика функционирует в условиях неопределенности, так как производство в ней занимает длительный промежуток времени, люди зависят друг от друга вследствие разделения труда и специализации, а экономические решения принимаются децентрализованно[3)]. В таких условиях, а особенно при неуверенности или пессимизме, люди склонны хранить свое богатство в форме денег — самого ликвидного актива, делающего возможным погашение контрактных обязательств. Но деньги нельзя производить, как обычный потребительский или инвестиционный товар. 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 больший объем инвестиций в фазе оживления, а с другой стороны, становящимися причиной тяжелого долгового бремени инвесторов в фазе спада. Таким образом, в теории Кейнса содержатся утверждения о внутренне присущей капиталистическому хозяйству циклической нестабильности.

---

1) *John Maynard Keynes (1975) и Stabilizing an Unstable Economy (1986).*

2) *Minsky H. P. John Maynard Keynes. New York: Columbia Unviersity Press. 1975. p. ix.*

3) *Хотя, по всей видимости, и централизованный характер принятия решений не избавляет индустриальное хозяйство от неопределенности.*

Вот эти аспекты как раз и были в очень значительной степени потеряны в традиционной кейнсианской макроэкономической теории, являющейся, между прочим, основой для преподавания макроэкономики вводного уровня в вузах.

При этом еще в далеком 1957 году, в одной из своих первых статей[4] Мински показал, что в случае нехватки резервов финансовые учреждения удовлетворяют спрос фирм на деньги — спрос, предъявляемый в целях осуществления инвестиций, — путем финансовых инноваций. 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 Мински и его коллеги указали на другие важные финансовые инновации: употребление депозитных сертификатов, секьюритизацию, использование производных финансовых инструментов, открытие кредитных линий и так далее. Подобная финансовая эволюция уменьшает эффективность денежной политики центрального банка, так как препятствует контролю над общим количеством денег и их заменителей в экономике.

Другой важный элемент теории Мински — концепция инвестиций. Уровень инвестиций в тот или иной актив определяется, прежде всего, соотношением цен спроса и предложения. Точнее говоря, инвестиции в актив будут осуществляться только в том случае, если цена спроса больше или равна цене предложения. При этом цена спроса на актив определяется его ожидаемой доходностью, а цена предложения — издержками производства и степенью рыночной власти производителей.

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 внутренних финансовых источников. Когда же для обеспечения капиталовложения применяется внешнее финансирование, появляются дополнительные детерминанты инвестиций — «риск заимодавца» и «риск заемщика»[5]. 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 возвратить 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. В общем, увеличение объема инвестиций, финансируемых через долги, рано или поздно повлечет за собой рост значений рисков заимодавца и заемщика, а это ограничивает их величину. Однако если подобное долговое финансирование инвестиций сопровождается повышением степени оптимизма у хозяйствующих субъектов, то значения указанных рисков могут даже сокращаться.

Здесь мы подошли к главному научному достижению Мински — концепции экономической динамики, которая была им названа гипотезой финансовой нестабильности (далее мы будем называть ее просто ГФН). Нередко эта теория называется также гипотезой финансовой хрупкости (financial fragility hypothesis).

ГФН — это теория о том, как в условиях капитализма экономический подъем формирует внутренние предпосылки для последующего финансового кризиса. 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 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.

Но 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. 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 (то есть 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 Мински спекулятивным финансированием (speculative finance). В случае роста процентных ставок или падения денежных поступлений фирм спекулятивное финансирование неизбежно трансформируется в Понци финансирование (Ponzi[6] 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

---

[4] *Minsky H. P. Central Banking and Money Market Changes // Quarterly Journal of Economics. 1957. May.*

[5] *Впервые эти термины (borrower risk и lender risk) были предложены Кейнсом в 11 главе его самой известной книги «Общая теория занятости, процента и денег», но остались незамеченными со стороны его ближайших последователей.*

[6] *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 такие финансовые компании, как «МММ».*

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 Кейнсом, так и некоторыми учеными до него), 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, то есть происходит уменьшение ликвидности балансов хозяйствующих субъектов. 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.

Сам Мински обобщил основные положения ГФН следующим образом: «Первая теорема гипотезы финансовой нестабильности состоит в том, что экономика имеет 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»[7)].

Естественно, что 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 (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 Мински, уберегло западные страны в 1970–1990-е 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 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. Финансирование и реализация чрезвычайно рискованных проектов становятся нормой. В посткейнсианской традиции описанный феномен принято называть парадоксом Мински.

По мнению 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 (и соответственно, менее капиталоемкими). Во-вторых, такая политика должна заключаться в упрощении финансовой системы, упрощении, которое выражается, прежде всего, в ограничении краткосрочного кредитования долгосрочных инвестиционных проектов, то есть в ограничении спекулятивного и Понци финансирования. К сожалению, он не детализировал механизм реализации институциональной политики государства. Тем не менее, эта идея выглядит здравой.

После смерти Мински в 1996 году появилось множество работ его последователей, которые применили ГФН к анализу финансовых кризисов в Юго-Восточной Азии, странах Латинской Америки, Ближнего Востока и Восточной Европы. Текущий финансовый кризис, начавшийся в 2008 году, также вызвал интерес у последователей Мински, хотя еще прошло слишком мало времени для того, чтобы дать его глубокий и всесторонний анализ.

Однако с точки зрения, диктуемой теорией 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 системы «капитализма денежных менеджеров». Последний термин также принадлежит Мински; употребляя его, ученый имел в виду господство на финансовых рынках институциональных инвесторов в виде банков и особенно различных небанковских финансовых учреждений. Таким образом, текущий финансовый и экономический кризис — следствие функционирования и эволюции институтов современной «позднеиндустриальной» капиталистической 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 секьюритизацию 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 капиталистической экономики может быть только неустойчивым и неравновесным вследствие присущей ей неопределенности, о которой говорилось в начале статьи.

---

7) *Minsky H. P. The Financial Instability Hypothesis // The Levy Economics Institute. Working Paper # 74. 1992. May.*