

Розмаинский И. В.  
(НИУ ВШЭ в СПб)

**Гипотеза финансовой  
хрупкости  
и нестабильность  
современного  
капитализма**

# Почему капитализм нестабилен?

- Колебания совокупного спроса в условиях жестких цен на товары и факторы, а также при ликвидной и инвестиционной ловушках (объяснение **«традиционных кейнсианцев»**).
- Инспирированные центральным банком колебания денежной массы в условиях ошибок в ожиданиях (объяснение **монетаристов** и некоторых **новых классиков**).
- Колебания совокупного спроса в условиях жестких цен на товары и факторы при асимметричной информации (объяснение **новых кейнсианцев**)
- Шоки производительности (объяснение **сторонников «модели реальных деловых циклов»** [RBC model]).

# Почему эти объяснения «далеки от идеала»?

- Недооценка неопределенности, присущей системе рыночного капитализма.
- Переоценка рациональности поведения хозяйствующих субъектов.
- Недооценка «капиталоемкости» этой системы и роли инвестиций в основной капитал.
- Недооценка сложной и изощренной финансовой системы, в частности, аспектов, связанных с долговым финансированием инвестиций.
- ***По сути, все различия сводятся к спору о том, являются ли цены (в том числе заработная плата) гибкими или жесткими...***

# Основные труды автора гипотезы финансовой хрупкости Хаймана Мински – лидера посткейнсианства

- Minsky H. P. (1957). “Central Banking and Money Market Changes” // *The Quarterly Journal of Economics*. 71 (2): 171–187.
- Minsky H. P. (1975). *John Maynard Keynes*.
- Minsky H. P. (1977). The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and An Alternative to "Standard" Theory // *Nebraska Journal of Economics and Business*. P. 5-16.
- Minsky H. P. (1985). “The Financial Instability Hypothesis: A Restatement”. *Post-Keynesian Economic Theory. A Challenge to Neo Classical Economics*. Ed. by Arestis P., Skouras T. P. 24-55.
- **Minsky H. P. (1986). *Stabilizing An Unstable Economy***
- Minsky H. P. (1987). Securitization (Notes prepared for discussion)
- Minsky H. P. and Whalen C. (1996). Economic Insecurity and the Institutional Prerequisites for Successful Capitalism. The Levy Economics Institute. Working Paper № 165

# В настоящее время магnum opus Мински переводится на русский язык!

"Hyman Minsky spent much of his career  
the idea that financial systems are  
susceptible to bouts of speculation that, if it  
enough, and in crises... **Indeed, the Minsky!**  
become a catch phrase on  
- The Wall St



HYMAN  
MINSKY

STABILIZING  
AN UNSTABLE  
ECONOMY

Foreword by HENRY KAUFMAN

# О трактовке неопределенности в посткейнсианской традиции

- Неопределенность как ситуация, отличная от риска (Carvalho, 1992).
- **Риск** - это ситуация, когда известны количество будущих исходов и вероятности каждого из них.
- **Неопределенность** - это ситуация, когда не известно ни то, ни другое.
- Таковую трактовку неопределенности часто называют «найтианско-кейнсианской» [***Knightian-Keynesian Uncertainty***].

# «Сферы влияния» неопределенности

- Различные случаи выбора активов длительного пользования [durable assets]:
  - - *вложения в основной капитал;*
  - - *вложения в финансовые и прочие непроеизводственные активы;*
  - - вложения в человеческий капитал;
  - - вложения в технологии.
  - - вложения в институты.

# Посткейнсианская теория цикла на основе концепции выбора активов длительного пользования (часть 1)

- Ожидаемую доходность каждого актива можно охарактеризовать как сумму ожидаемых значений дохода, издержек содержания и премии за ликвидность (Minsky, 1975; Carvalho, 1992).
- Активы с высокой премией за ликвидность, - деньги, облигации, старый фонд недвижимости - как правило, носят непроизводственный характер.
- Рост спроса на основной капитал увеличивает реальный ВВП, в то время как рост спроса на ликвидные/непроизводственные активы сокращает его.



# Посткейнсианская теория цикла на основе концепции выбора активов длительного пользования (часть 2)

- *В периоды повышения общей степени неопределенности – «коллапса уверенности» - увеличивается спрос на непроеизводственные активы длительного пользования и сокращается спрос на производственные активы. Результат – кризисные тенденции.*
- *Циклы внутренне присущи рыночному капитализму («денежной экономике») из-за колебаний общей степени неопределенности, и, следовательно, колебаний вложений частных инвесторов в производственные блага.*
- Мински в целом следует этой «линии» посткейнсианского подхода, но добавляет нечто оригинальное и очень важное...

# Эндогенность денег и финансирование инвестиций (часть 1)

- Специфика подхода Мински: *Balance sheet/Wall Street view of capitalist economies*
- «В капиталистической экономике деньги связаны с процессом создания капитальных активов и контроля над ними» (Minsky, 1986, p. 223; см. также: Minsky, 1957).
- В современной олигополизированной экономике денежная масса определяется эндогенно, взаимодействиями коммерческих банков и промышленных компаний.

# Эндогенность денег и финансирование инвестиций (часть 2)

- **Эндогенность денег** – следствие попыток банков профинансировать инвестиции фирм.
- В случае нехватки резервов банки осуществляют финансовые инновации, пытаясь уйти из под контроля Центрального банка (Minsky, 1986).
- К таким финансовым инновациям относятся управление пассивами (Minsky, 1986), секьюритизация (Minsky, 1987), кредитные линии и т. д.
- Таким образом, финансовые инновации снижают эффективность денежной политики и способствуют эндогенности денежной массы (Minsky, 1957; 1986).

# Что такое риск заимодавца и риск заемщика, и какова их роль?

- Тогда важнейшим ограничителем увеличения количества (кредитных) денег оказываются ***риск заимодавца*** - опасение банка, что должник не сможет вернуть кредит, - и ***риск заемщика*** - опасение фирмы, что она не сможет вернуть кредит (Minsky, 1986).
- По мере экономического подъема [recovery] оценки риска заимодавца и риска заемщика уменьшаются.

# Инвестиции, денежная масса, риски заимодавца/заемщика и финансовая хрупкость

- В результате увеличивается объем внешнефинансируемых инвестиций, при этом изменяется структура денежной массы за счет роста доли низколиквидных денежных агрегатов.
- Таким образом, динамика инвестиций и динамика структуры денежной массы - и вообще структуры финансовых активов - оказываются тесно связанными. А эндогенность денежной массы оказывается в основе такого феномена, как финансовая хрупкость.

# Что такое гипотеза финансовой хрупкости

- **Финансовая хрупкость** - ситуация, при которой в балансах хозяйствующих субъектов доминируют краткосрочные долговые обязательства.
- **Гипотеза финансовой хрупкости** гласит, что капиталистическая экономика с течением времени в ходе экономического подъема эндогенно порождает такие соотношения между обязательствами и активами, которые делают ее подверженной кризисам. (Minsky, 1977)
- Итак: ***financial fragility and instability due to changing cash flow configurations over the business cycle (profits vs. debt payments)***

# Основная идея гипотезы финансовой хрупкости

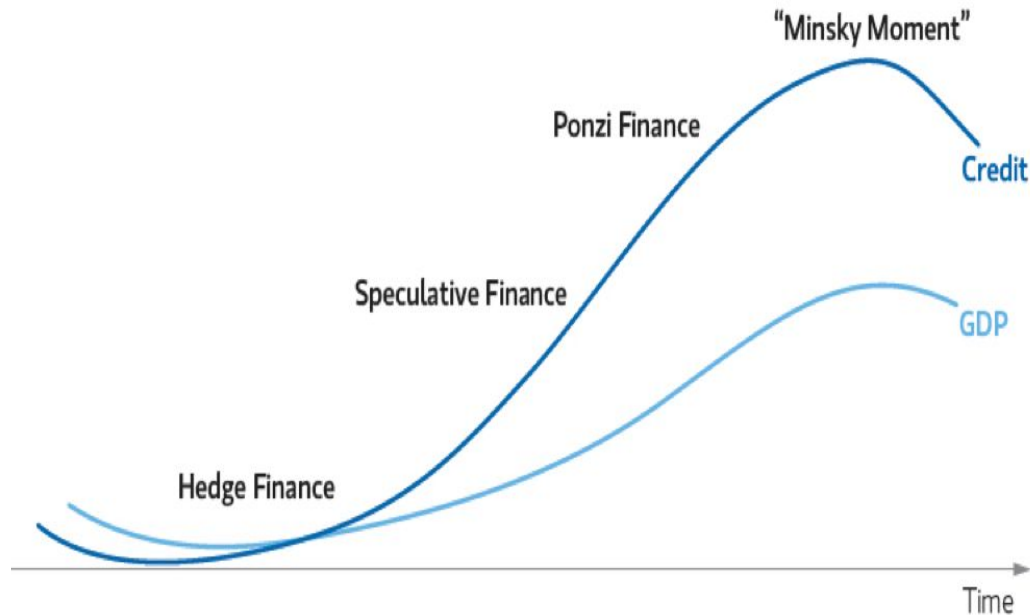
- По мере экономического подъема и по мере того, как забывается какой-либо прошлый кризис, оценки риска заемщика и риска заимодавца сильно занижаются.
- Портфели активов фирм и банков становятся очень рискованными.
- Итак: ***stability is destabilizing!***
- Постепенно фирмы оказываются в ситуации, когда текущих поступлений не хватает для погашения долга – режим «спекулятивного финансирования» [speculative finance] – или даже для текущей выплаты процентов – режим «Понци финансирования» [Ponzi finance].

# Классификация режимов финансирования в теории Мински

- **Обеспеченное финансирование** (*income meets interest rates and principal*)
- **Спекулятивное финансирование** (*income meets interest rates but not principal*)
- **Понци финансирование** (*income does not cover interest rates*)



# Основная иллюстрация к гипотезе финансовой хрупкости



# Почему происходит кризис согласно гипотезе финансовой хрупкости

- Тогда, либо общая нехватка ликвидности в экономике, либо неблагоприятное изменение ожиданий менеджеров банков могут спровоцировать экономический кризис.
- Ведь фирмы, применяющие такие режимы финансирования, могут оказаться банкротами.
- При этом реализация капитальных активов для получения финансовых ресурсов может лишь усугубить кризис (Minsky, 1977; Taylor and O'Connell, 1985).

# Обобщающие тезисы гипотезы финансовой хрупкости

- Таким образом, *экономические кризисы генерируются систематически возникающей неспособностью сектора фирм к погашению своих долгов финансовому сектору вследствие слишком «бурного» внешнего финансирования инвестиций в прошлом.* (Minsky, 1977)
- Деловой цикл – феномен, связанный с «изменениями в степени хрупкости экономики» (Carvalho, 1992, p. 153).
- Циклы и кризисы являются «...*нормальным функционированием, внутренне порождаемым результатом поведения капиталистической экономики*» (Minsky, 1985, p. 26).

# Роль антициклической политики правительства

- Стимулирующая денежная и фискальная политика позволяет поддерживать финансовые потоки хозяйствующих субъектов на «должном» уровне, тем самым предотвращая их банкротства.
- Стимулирующая фискальная политика [Big Government] поддерживает уровень финансовых поступлений (прибылей) фирм, а стимулирующая денежная политика [Big Bank] – ликвидность банков, а отсюда, цены на активы.
- Реализация подобного подхода позволила избежать повторения Великой депрессии в период после Второй мировой войны (но привела к перманентной инфляции).

# Антициклическая политика правительства: статистика по США

- С 1900 по 1946 годы среднее снижение реального ВВП США, наблюдавшееся в течение всех кварталов, характеризовавшихся отрицательным темпом роста, оказалось равным 6, 7%. При этом за данный период произошло 12 циклических спадов со средней продолжительностью 18, 1 месяца, причем такие спады происходили в среднем каждые 3, 9 лет.
- С 1947 по 2007 годы в этой же стране среднее снижение реального ВВП за кварталы с отрицательным темпом роста составило всего лишь -1, 5%. При этом за данный период произошло 10 циклических спадов со средней продолжительностью 10, 4 месяца, причем такие спады происходили в среднем каждые 6, 1 лет (Тумоigne, 2008).

# Антициплическая политика и парадокс Мински

- Однако вследствие такой политики проблема накопления финансовой хрупкости лишь усугубляется.
- «Если потоки наличности, погашающие долги, фактически гарантированы деятельностью Большого Правительства, то происходит поощрение долгового финансирования приобретения капитальных активов» (Minsky, 1986, p. 213).
- То есть, возникает «парадокс Мински» (Dymski and Pollin, 1994).

# Гипотеза финансовой хрупкости и потребность в институциональных реформах

- Более радикальные методы борьбы с кризисами могут заключаться в институциональных реформах, инициированных государством, прежде всего, во введении законодательных ограничений на краткосрочное кредитование долгосрочных инвестиционных проектов, и вообще на разнообразные сделки с финансовыми активами.
- Кроме того, может быть желательным движение к более «трудоемкой» экономике

# Что такое «капитализм денежных менеджеров»?

- Стадии развития капитализма – коммерческий капитализм (XVIII век), промышленный капитализм (XIX век), финансовый капитализм (начало XX века), менеджериальный капитализм (1950 – 1970-е гг.), капитализм денежных менеджеров (1980 – 2000-е гг.).
- **Капитализм денежных менеджеров** – современная стадия капитализма – характеризуется такими свойствами, как доминирование на финансовых рынках институциональных инвесторов, уменьшение «акционерного» участия государства в экономике, меньшая активность государства в проведении антициклической политики, более значительная роль финансового сектора. (Minsky and Whalen, 1996; Wray, 2009).



# О формально-институциональных причинах укоренения «капитализма денежных менеджеров» в США

- Ниже перечислены некоторые законодательные акты (в США), которые обеспечили «институциональную основу» для «укоренения» капитализма денежных менеджеров (Wray, 2009):
- - the Financial Modernisation Act of 1999 (устранил функциональную сегрегацию между сферами деятельности коммерческих и инвестиционных банков);
- - the Commodities Futures Modernization Act of 2000 (исключил из сферы регулирования некоторые финансовые инструменты, например, кредитно-дефолтные свопы);
- - the Employee Retirement Income Security Act of 2000 (расширил перечень активов, которые могут приобретаться пенсионными фондами).

# «Капитализм денежных менеджеров» и Великая рецессия

- *Глобальный финансовый кризис (Великая рецессия), начавшийся в 2008 году, – естественный феномен «капитализма денежных менеджеров».* (Wray, 2009)
- Накопление финансовой хрупкости – лежавшее в основе глобального кризиса – было спровоцировано специфическим сочетанием развития «новой экономики», финансовых инноваций типа секьюритизации (Minsky, 1987), деривативов и кредитно-дефолтных свопов (CDS), глобализации, потребительского кредитования (Kapeller and Schutz, 2015) и вышеупомянутых неудачных институциональных реформ.
- В частности, с 2003 года объём мирового рынка CDS ежегодно удваивался и к концу 2007 года составлял \$ 62.2 триллионов долларов (ISDA, 2010). При этом ВВП США в 2007 году равнялся 13,8 триллиона долларов, а ВВП всего мира — около 55 триллионов.

# Как бороться с кризисами в условиях «капитализма денежных менеджеров»

- Возможные способы борьбы с глобальными кризисами и профилактики их рецидивов могут заключаться в следующих мероприятиях:
- - введение правовых ограничений на секьюритизацию, сделки с деривативами и прочие финансовые трансакции;
- - отмена некоторых неудачных законодательных актов;
- - ужесточение требований к ликвидности балансов финансовых учреждений;
- - более последовательная антициклическая политика с акцентом на создание рабочих мест – идея “Employer of Last Resort” (Minsky, 1986).

## Приложение №1: гипотеза финансовой хрупкости и экономический рост

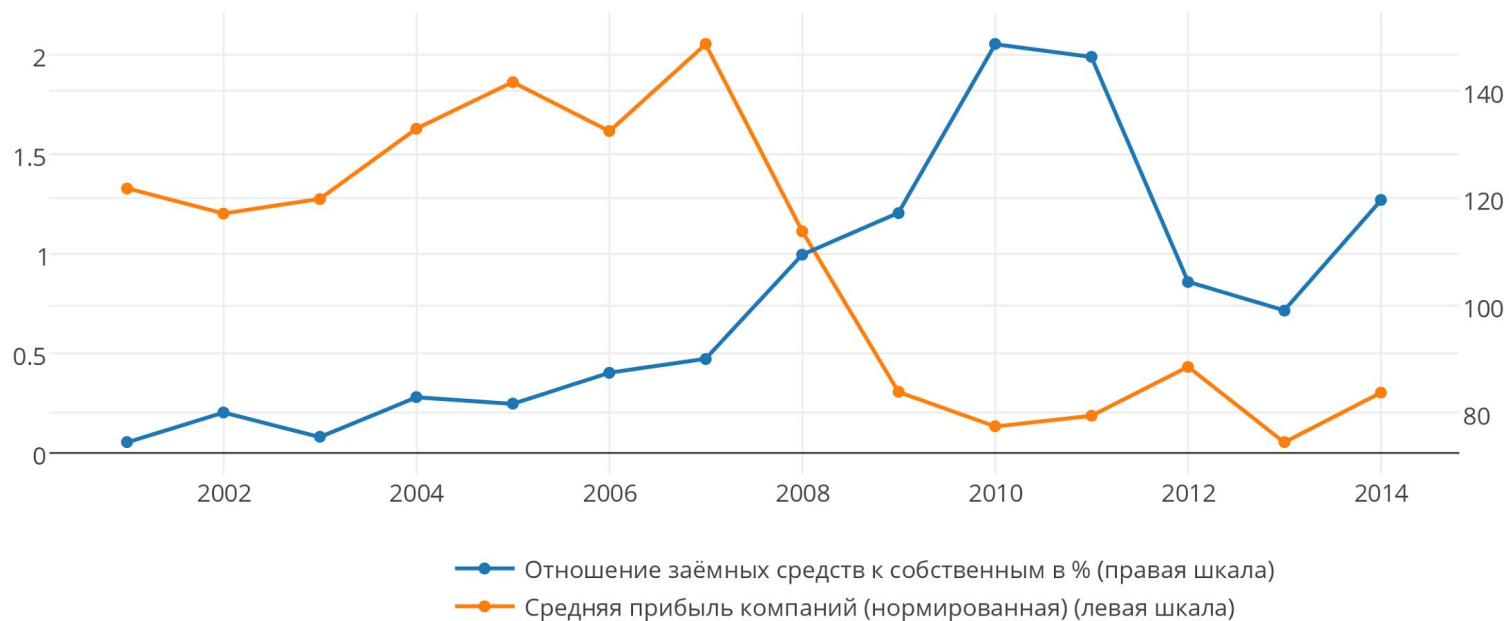
- Инвестиции воздействуют на темпы накопления капитала, а отсюда и на темпы экономического роста.
- При этом, долговое финансирование инвестиций может как стимулировать рост [debt-led growth], так и мешать ему [debt-burdened growth]. (Charles, 2008; Nishi, 2012).
- При этом, при разных режимах финансирования – **hedge, speculative, Ponzi** – могут быть равновесия при разных режимах роста – **debt-led, debt-burdened**. (Nishi, 2012).
- Кроме того, циклическая динамика и изменения в темпах экономического роста могут быть связаны и с долговым финансированием потребления. (Kapeller and Schutz, 2015).

## Приложение №2: гипотеза финансовой хрупкости и кризисы в разных странах и регионах

- Анализ финансового кризиса в Юго-Восточной Азии (Arestis and Glickman, 2002).
- Анализ валютного кризиса в Мексике (Cruz et al., 2006).
- Анализ динамики задолженности публичного сектора Греции (Argitis and Nikolaidi, 2014)
- И множество других работ...

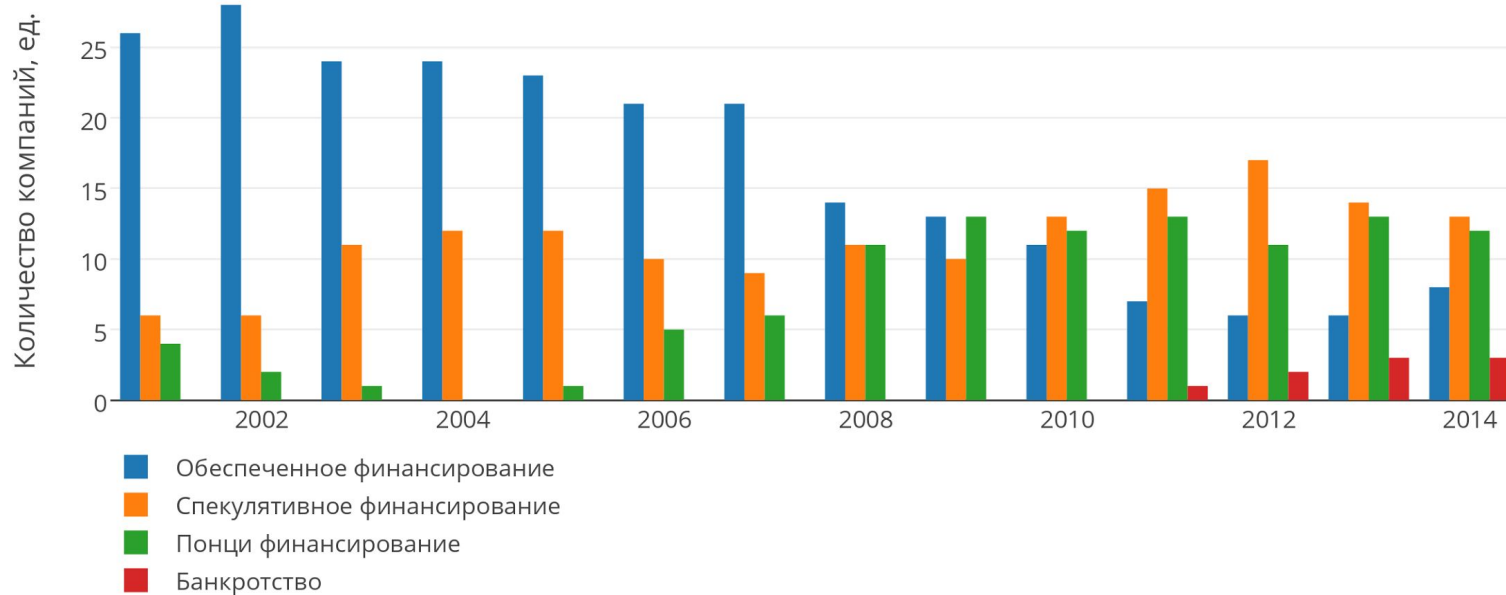
# Приложение №3 (Бешенов, Розмаинский, 2015): Гипотеза финансовой хрупкости и динамика задолженности частного сектора Греции за 2001 – 2014 гг. (часть 1)

Динамика показателей леввериджа и прибыли 36 греческих компаний



# Приложение №3 (Бешенов, Розмаинский, 2015): Гипотеза финансовой хрупкости и динамика задолженности частного сектора Греции за 2001 – 2014 гг. (часть 2)

Греческие компании по типу финансирования с 2001 по 2014 год



# Приложение №4: развитие (тех или иных аспектов) теории Мински в трудах его последователей (часть 1)

- Taylor L. and O'Connell S. (1985). A Minsky Crisis // *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 100. P. 871-885.
- Carvalho, F.J.C. (1992). *Mr. Keynes and the Post Keynesians. Principles of macroeconomics for a monetary production economy.*
- Dymski, G. and Pollin, R. (1994). *New Perspectives in Monetary Macroeconomics: Explorations in the Traditions of Hyman P. Minsky.*
- Arestis P. and Glickman P. (2002). Financial Crisis in Southeast Asia: Dispelling Illusion the Minskyan Way // *Cambridge Journal of Economics*. Vol. 26. P. 237-260.
- Cruz M., Amann E. and Walters B. (2006). Expectations, the Business Cycle and the Mexican Peso Crisis // *Cambridge Journal of Economics*. Vol. 30 (5). P. 701-722.
- Tymoigne E. (2008). Minsky and Economic Policy: "Keynesianism All Over Again?" The Levy Economics Institute. #547. October



## Приложение №4: развитие (тех или иных аспектов) теории Мински в трудах его последователей (часть 2)

- Charles S. (2008). Teaching Minsky's Financial Instability Hypothesis: A Manageable Suggestion // *Journal of Post Keynesian Economics*, 31 (1). P.125-138.
- Wray L. R. (2009). "The Rise and Fall of Money Manager Capitalism: A Minskian Approach". *Cambridge Journal of Economics*. 33 (4). P. 807-828.
- Nishi, H. (2012). A Dynamic Analysis of Debt-Led and Debt-Burdened Growth Regimes with Minskian Financial Structure // *Metroeconomica*. Vol. 63 (4). P. 634-660.
- Argitis G. and Nikolaidi M. (2014). The Financial Fragility and the Crisis of the Greek Government Sector // *International Review of Applied Economics*. Vol. 28 (3). P. 273-291.
- Kapeller J. and Schutz B. (2015). Conspicuous Consumption, Inequality and Debt: The Nature of the Consumption-Driven Profit-Led Regimes // *Metroeconomica*. Vol. 66 (1). P. 51-70
- Бешенов С. В. и Розмаинский И. В. (2015). Гипотеза финансовой нестабильности Хаймана Мински и долговой кризис в Греции // *Вопросы экономики*. №11. С.120-143.