

Денежно-кредитная политика и макроэкономика

«СТАБИЛИЗИРУЯ НЕСТАБИЛЬНУЮ ЭКОНОМИКУ» ХАЙМАНА МИНСКИ — ДВАДЦАТЬ ЛЕТ СПУСТЯ

Димитри ПАПАДИМИТРИУ^а, Рэндалл РЭЙ^б

^а Профессор экономики, президент Экономического института Леви Бард-колледжа (Levy Economics Institute of Bard College, Blithewood, Annandale-on-Hudson, NY US 12504-5000).
E-mail: dbp@levy.org

^б профессор экономики Бард-колледжа, старший научный сотрудник Экономического института Леви Бард-колледжа (Levy Economics Institute of Bard College, Blithewood, Annandale-on-Hudson, NY US 12504-5000).
E-mail: wray@levy.org

Аннотация

В статье, представляющей собой введение к новому изданию книги Хаймана Мински «Стабилизируя нестабильную экономику», содержится обзор трудов ученого на протяжении всей его научной карьеры. Авторы показывают, что теоретические идеи Мински обладают высокой степенью общности и не только позволяют объяснить кризисные явления в американской экономике в 1960—1980-х годах, но и могут быть использованы для анализа современных проявлений экономической нестабильности.

Ключевые слова: гипотеза финансовой нестабильности, теория экономического цикла, влияние государственного долга на балансы, автоматические макроэкономические стабилизаторы

JEL: B31, E12, E32, E44, E6.

Papadimitriou D. B., Wray L. R. Minsky's Stabilizing an Unstable Economy: Two Decades Later // Minsky M. Stabilizing an Unstable Economy. N.Y.: McGraw-Hill, 2008. P. xi—xxxv.

Перевод с английского Ю. Каптуревского под научной редакцией И. Розмаинского

Оικονομία • Πολιτική

OIKONOMIA • POLITIKA

Введение

Во время подготовки нами нового издания самого обстоятельного труда Хаймана Ф. Мински (впервые опубликованного в 1986 году) финансовая система США столкнулась с самым глубоким после 1930-х годов кризисом. Удивительная объяснительная сила книги «Стабилизируя нестабильную экономику» проявилась в том, что она проявилась в том, что ее идеи оказались применимы не только к финансовым кризисам, происходившим при жизни Мински, но и к краху «доткомов» на фондовом рынке США, а также к кризису, связанному с субстандартным ипотечным кредитованием, свидетелями которого мы являемся. Мински всегда опережал свое время. Напомним, что впервые он написал о финансовой нестабильности в конце 1950-х годов, точно предсказав трансформацию экономики, которая стала очевидной лишь почти поколение спустя. В прошлом мы не раз перечитывали «Стабилизируя нестабильную экономику», однако должны сказать, что после еще одного тщательного прочтения, вызванного необходимостью написания данного введения, вновь

оказались под впечатлением глубины анализа Мински и его теоретических достижений, позволяющих лучше понять функционирование современной сложной капиталистической экономики. Откровенно говоря, с этой работой Мински едва ли можно что-либо сравнивать.

После выхода в свет книга пользовалась устойчивым спросом. В Интернете ее подержанные экземпляры предлагались по ценам, превышавшим тысячу долларов. В 2007 году интерес к этой работе Х. Мински резко возрос, так как финансовая пресса признала актуальность содержавшегося в ней анализа в связи с быстро нараставшим обвалом на рынке ценных бумаг, обеспеченных ипотечным пулом. На самом деле, в книге «Стабилизируя нестабильную экономику» Мински подробно исследует целый ряд финансовых кризисов, часть которых была связана с подобными финансовыми инструментами, такими как коммерческие бумаги, муниципальные облигации и бумаги ипотечных инвестиционных трастов (главы 3 и 4 этой книги). Что еще более важно, он объяснял, почему экономика обычно развивается таким образом, что вероятность такого рода кризисов повышается. Кроме того, если кризисы удастся успешно сдержать, — как это до сих пор и происходило, — то рискованные практики признаются полностью «обоснованными». Тем самым создается основа для последующих кризисов, которые, по всей видимости, будут более частыми и глубокими. Вслед за Джоном Мейнардом Кейнсом, утверждавшим, что «в неустойчивой экономике спекуляция преобладает над предпринимательством», Мински настаивал на существовании в экономике нашего типа внутренне присущей ей фундаментальной нестабильности, следствием которой становится спекулятивный бум. В отличие от других исследователей, выступавших с критическим анализом капиталистических процессов и делавших основной акцент на стадии краха, в центре внимания Мински находится поведение агентов в периоды эйфории. В отличие от авторов других исследований, возлагавших вину на «шоки», «иррациональный энтузиазм» и «глупую» экономическую политику, Мински утверждал, что процессы, порождающие финансовую уязвимость, являются «естественными», или эндогенными системе.

Согласно Х. Мински, капиталистическая экономика является в лучшем случае «условно согласованной» (глава 5). Он отвергает методологию «мейнстрима» экономической теории, основанную на понятии равновесия, так как она не может использоваться для анализа реально существующей капиталистической экономики с ее сложными и переоцененными капитальными активами. Вместо равновесия Мински предложил говорить о «периодах спокойствия» (глава 8), отличительными чертами которых являются прочная финансовая система и небольшое количество инноваций. В эти периоды финансовые аспекты инвестирования не столь важны. В то же время «стабильность является дестабилизирующей», поскольку относительное спокойствие поощряет более рискованное и инновационное поведение, позволя-

ющее добиться увеличения дохода и одновременно разрушающее условия, которые порождают «скоординированность» и «спокойствие». Таким образом, силы, оказывающие воздействие на рынок в период устойчивости системы, будут подталкивать ее к нестабильности. Поэтому, даже если и может быть достигнуто что-то вроде равновесия, последнее инициировало бы поведенческие реакции, которые быстро вывели бы экономику из равновесия.

Х. Мински заимствовал «инвестиционную теорию цикла» у Дж. М. Кейнса. Теория цикла Мински базируется на двух основных положениях — на знаменитом изложении Кейнса из главы 12 «Общей теории занятости, процента и денег», где главное внимание уделяется внутренне присущей инвестиционным решениям неустойчивости, поскольку они принимаются в условиях фундаментальной неопределенности, и использованном в главе 17 подходе к оценке финансовых и капитальных активов. Вихри оптимизма и пессимизма воздействуют на агрегированную величину инвестиций, которая посредством мультипликатора расходов определяет выпуск и занятость. Отдавая должное Кейнсу, предложившему подход к анализу процесса *финансирования* инвестиций, Мински идет гораздо дальше. Он дополняет «инвестиционную теорию цикла» Кейнса собственной «финансовой теорией инвестиций». Последняя стала основной темой его более ранней книги *John Maynard Keynes* («Джон Мейнард Кейнс»), вышедшей в свет в 1975 году. Поскольку финансирование инвестиций является важнейшим источником *нестабильности* в нашей экономике, данная тема должна быть основным предметом анализа для каждого, кто хотел бы *стабилизировать нестабильную экономику*. Поэтому центральное место в этой книге принадлежит подходу Мински к инвестициям и их финансированию. Все достоинства его анализа становятся очевидными при внимательном перечитывании главы 8.

По мнению Х. Мински (глава 12), до сих пор никто до конца не продумал следствия из «Общей теории...» Дж. М. Кейнса. Как следует из названия книги Мински, автор видел свою задачу в том, чтобы она заполнила эту лакуну, что означало разработку экономической политики, которая могла бы осуществляться в современной финансовой капиталистической экономике. Альтернативная программа реформ в сфере экономической политики представлена в главе 12 и особенно в главе 13. Тем, кто был знаком с Мински, хорошо известно о его непримиримом расхождении с кейнсианскими предписаниями «мейн-стрима», делающими акцент на «тонкой настройке» агрегированного спроса, поощрении инвестиций и создании «государства всеобщего благосостояния», предоставляющего населению «страховочную сетку». Во многих случаях неприкрытая враждебность, проявлявшаяся Мински в начале 1960-х годов по отношению к социальным пособиям и «бюджетной накачке», казалась довольно странной его единомышленникам, критикам применения рыночных решений к практическим проблемам. Но Мински пошел по альтернативному пути, подчер-

кивая, что: (а) тонкая настройка невозможна, (б) попытки добиться повышения уровня жизни, полагаясь на рост, основанный на инвестициях, порождают разрушительную нестабильность и инфляцию и (в) социальное обеспечение ведет к инфляции и просто-напросто институционализирует безработицу. В главе 13 он представляет альтернативную стратегию ограничения нестабильности, основанную на потреблении, занятости, институтах и регулировании (позже мы обсудим ее более подробно).

В остальной части нашего введения содержится краткий обзор научного вклада Х. Мински в развитие экономической теории и анализа экономической политики. Мы рассмотрим и несколько ранних работ ученого, которые привели его к написанию этой книги. В заключение, основываясь на выводах из анализа Мински, мы остановимся на некоторых текущих практических проблемах.

1. Ранние научные достижения Мински

В публикациях 1950-х — середины 1960-х годов Х. Мински последовательно развивал идеи, связанные с исследованием циклов [Minsky, 1957a, 1964, 1979]. Во-первых, он утверждал, государство, структура регулирования, правовая система, бизнес-структуры (все вместе называемые институтами) и в особенности финансовые институты имеют значение. Это была реакция на все большее доминирование специфического варианта кейнсианской экономической теории, которую лучше всего иллюстрирует модель IS-LM (аббревиатура, образованная начальными буквами слов «инвестиции» (*Investment*), «сбережения» (*Savings*), «предпочтение ликвидности» (*Liquidity preference*) и «предложение денег» (*Money supply*)). Несмотря на то что Мински учился в Гарварде у Элвина Хансена, он отдавал предпочтение детальному институциональному анализу Генри Саймонса из Чикагского университета. Чрезмерно упрощенный подход неоклассического синтеза к макроэкономике прячет финансы в тень кривой LM; более того, поскольку в модели IS-LM имеется единственная точка равновесия, она ничего не может сказать о динамике реальной экономики. Поэтому Мински больше интересовала модель мультипликатора-акселератора, позволяющая учитывать возможность взрывного роста [Minsky, 1957b]. В некоторых ранних работах он добавляет верхние и нижние институциональные пределы, что позволяет получить разнообразные исходы, включая устойчивый рост, циклы, бумы и длительные депрессии. Мински возвращается к этим моделям в ряде последних статей, написанных во время работы в Институте экономики Леви [Minsky, Ferri, 1991]. Очевидно, однако, что результаты анализа сыграли определенную роль в предложенной Мински аргументации, в соответствии с которой «Новый курс» и послевоенное институциональное устройство ограничивали внутренне присущую современному капитализму нестабильность, создавая видимость стабильности.

Одновременно Х. Мински занимался изучением финансовых инноваций, утверждая, что в стремлении к нормальной прибыли финансовые институты непрерывно противодействуют попыткам властей ограничить рост денежной массы [Minsky, 1957a]. Это одна из основных причин того, что ученый отвергал используемое при построении кривой LM предположение о фиксированном предложении денег. Более того, налагаемое центральным банком ограничение инициировало бы инновации, которые гарантировали бы, что экономическая политика не сможет следовать правилу роста денежной массы вроде того, за которое на протяжении десятилетий выступал Милтон Фридман. К тому же эти инновации привели бы к расширению ликвидности, что повысило бы уязвимость системы в случае возможных сбоев. Если бы центральный банк вмешался в качестве кредитора последней инстанции, то он тем самым узаконил бы эти инновации, обеспечив дальнейшее применение новых финансовых практик. В своем исследовании создания рынка федеральных фондов Мински продемонстрировал, что он позволяет банковской системе экономить на резервах таким способом, который сам по себе определяет денежную массу [Minsky, 1957a]. Первым серьезным испытанием финансовых инноваций стали события 1966 года на рынке муниципальных облигаций, вторым — паника, связанная с коммерческими бумагами, в 1970 году. Оба кризиса были разрешены благодаря немедленному вмешательству центрального банка. Таким образом, несмотря на то что ранний послевоенный период представлял собой прекрасный пример «условно согласованной» финансовой системы, характеризовавшейся небольшими размерами частной задолженности и огромным, унаследованным из прошлого, федеральным долгом (его источником были дефициты, возникшие во время Второй мировой войны), инновации, мотивированные стремлением к прибыли, должны были постепенно ослабить институциональные ограничения. Следствием этого должны были стать более частые и более глубокие финансовые кризисы, которые испытывали бы способность властей не допускать их повторения. Очевидная стабильность способствовала бы возникновению нестабильности.

2. Развитие идей, выдвинутых в ранних работах

В своей книге «Джон Мейнард Кейнс» Мински предлагает альтернативный анализ теории великого экономиста (краткое изложение намерений ее автора см. в главе 6 этой книги). В ней содержится наиболее подробное представление «финансовой теории инвестиций и инвестиционной теории цикла» Мински. Двумя ее структурными моментами являются «двухуровневая система цен», заимствованная у Кейнса, а также понятия «риска займодавца» и «риска заемщика». Авторство последних часто приписывают Михалу Калецкому, но в действительности оно принадлежит Кейнсу. Мински проводит

различие между системой цен на текущий выпуск (текущую продукцию) и системой цен на активы. Мы можем полагать, что цены на текущий выпуск определяются по формуле «издержки плюс надбавка» и устанавливаются на уровне, который будет порождать прибыль. Эта система цен распространяется на потребительские товары и услуги, инвестиционные товары и даже на товары и услуги, приобретаемые государством. В случае инвестиционных товаров текущая цена на продукцию представляет собой, по существу, цену предложения капитала — то есть достаточно высокую для того, чтобы поставщик предложил к продаже новые капитальные активы. Однако данный упрощенный анализ может применяться только в отношении закупок капитала, которые могут быть профинансированы из внутренних финансовых ресурсов (внутренних фондов). В случае использования внешних (заемных) фондов цена предложения капитала включает в себя и издержки, связанные с финансированием; наиболее важной из них, помимо всех других платежей и издержек, является ставка процента. Таким образом, цена предложения увеличивается из-за «риска заимодавца».

Но для активов, которыми можно владеть на протяжении некоторого времени, существует и вторая система цен. За исключением денег, как наиболее ликвидного актива, ожидается, что эти активы будут порождать поток доходов и, возможно, прирост капитала. В данном случае Х. Мински следует идеям Дж. М. Кейнса, изложенным в главе 17 «Общей теории...» (которую он считал важнейшей). Очень важно, что будущий поток доходов невозможно знать с определенностью; следовательно, его оценка зависит от субъективных ожиданий. Из этой системы цен на активы мы получаем цену спроса на капитальные активы: какую сумму заплатил бы за их приобретение покупатель, учитывая его ожидания в отношении будущего чистого дохода, который они способны порождать? В то же время данный расчет является упрощением, так как он игнорирует механизмы финансирования. Мински утверждал, что цена, которую готов заплатить тот или иной покупатель, зависит от требуемого внешнего финансирования — большой объем заимствований означает для покупателя более высокий риск неплатежеспособности. Именно поэтому в цены спроса должен включаться и «риск заемщика».

Инвестиции могут осуществляться только в том случае, когда цена спроса на капитальные активы превышает цену их предложения. Поскольку эти цены включают в себя маржу надежности, определяемую как достаточный уровень залогового обеспечения, они находятся под воздействием ожиданий в отношении неизвестных исходов. В фазе восстановления (оживления) после глубокого спада маржа надежности является большой, поскольку ожидания характеризуются осторожностью; если расширение (экспансия) превосходит пессимистические прогнозы, маржа надежности оказывается более высокой, чем необходимо. Поэтому она будет уменьшаться до уровня, когда

реализуемые проекты в общем случае становятся успешными. Здесь уместно вспомнить о знаменитой классификации режимов финансирования Мински: обеспеченное финансирование (хеджирование), когда будущие потоки доходов покрывают процентные платежи и выплату основной суммы долга; спекулятивное финансирование, когда потоки доходов в ближайшей перспективе покрывают только платежи по процентам; и финансирование по схеме Понци (финансовая пирамида), когда ближайших поступлений недостаточно для покрытия процентных платежей, в результате чего долг увеличивается. В ходе экономической экспансии структура финансирования эволюционирует от преимущественно обеспеченных режимов к все большим долям спекулятивных и даже Понци-позиций.

Начиная с самых ранних работ, Х. Мински признавал, что желание финансистов увеличить леверидж и перейти на более спекулятивные позиции может и не осуществиться. Если полученные результаты превосходят ожидания, инвестор, пытавшийся участвовать в спекулятивном финансировании, может оказаться в обеспеченной позиции, так как он получил более высокий доход, чем ожидалось. Мински отказался от включения в книгу «Джон Мейнард Кейнс» хорошо известного сегодня уравнения М. Калецкого, но он признавал, что инвестиционный бум способен посредством мультипликатора привести к увеличению агрегированного спроса и расходов, порождая больший, чем предполагалось, объем продаж. Впоследствии в усеченной модели Мински явным образом учитывал вариант уравнения Калецкого, в соответствии с которым совокупная прибыль равна сумме инвестиций и дефицита государственного бюджета. Таким образом, во время инвестиционного бума прибыль увеличивается вместе с инвестициями, подтверждая ожидания и даже поощряя еще больший рост инвестиций. Это давало дополнительные доводы в пользу утверждения Мински о том, что фундаментальная нестабильность в капиталистической экономике нарастает до тех пор, пока не превращается в спекулятивное безумие.

В начале 1960-х годов Х. Мински придерживался мнения, что воздействия на балансы частного сектора должны зависеть от состояния государственного бюджета [Minsky, 1963]. Экспансия, инициированная государственными расходами, позволила бы частному сектору расширить масштабы деятельности, не создавая слабых балансов, — дефицит государственного бюджета добавлял бы в частные портфели надежные казначейские долговые обязательства (это одно из следствий дефицитного финансирования со стороны государства, обсуждаемое в главе 2). В то же время уверенная экспансия приводила бы к более быстрому, по сравнению с доходами частного сектора, росту налоговых поступлений. В результате происходило бы «улучшение» государственного бюджета (движение в сторону профицита) и «ухудшение» баланса частного сектора (движение в сторону дефицита). Добавление к собственному изложению уравнения Калецкого (как это

делается и в этой книге в главах 2 и 7) позволило Мински объяснить, каким образом контрциклическое изменение бюджета автоматически приводило бы к стабилизации прибыли, ограничивая и потенциал экспансии во время подъема, и потенциал сокращения во время спада в экономике.

Дополнив свою инвестиционную теорию цикла идеями М. Калецкого в отношении прибыли, Х. Мински утверждал, что ожидать инвестиции «сегодня» можно только тогда, когда они ожидаются и в будущем, так как в соответствии со «скелетной» моделью будущие инвестиции определяют величину будущей прибыли (глава 7). Кроме того, поскольку сегодняшние инвестиции подтверждают решения, принимавшиеся «вчера», ожидания по поводу «завтра» воздействуют на способность выполнять обязательства, принятые в ходе финансирования существующих капитальных активов. Таким образом, подход Мински к инвестициям учитывает сложное временное отношение, которое может быть легко нарушено (глава 9). Если соотнести это с «двухуровневой системой цен», то становится очевидным: все, что способствует снижению ожидаемой будущей прибыльности, способно «подтолкнуть» цену спроса на капитал к уровню более низкому, чем цена предложения. Тогда происходит сокращение инвестиций и текущей прибыли до уровня более низкого, чем необходимо для «обоснования» прошлых ожиданий, на которых основывались цены спроса в момент начала предшествующих капитальных проектов. Значения маржи надежности, которые были включены в риски заемщика и заимодавца, могут оказаться неадекватными, что ведет к пересмотру ее желаемых значений в будущем.

Х. Мински непрерывно развивал свою гипотезу финансовой нестабильности, включая в нее новые достижения в рамках работы над теорией инвестиций в 1960—1980-е годы. Имеется в виду добавление к ней уравнения М. Калецкого, двухуровневой системы цен и более комплексного подхода к балансам различных секторов. Со временем Мински усовершенствовал свой подход к банкам, признав тщетность попыток контроля над денежной массой со стороны Федеральной резервной системы (ФРС, Fed). В дальнейшем он расширил анализ, включив в него все подобные банкам субъекты хозяйствования. Ученый утверждал, что деньги способен создать каждый; проблема в том, чтобы добиться их принятия (глава 4), так как каждый имеет возможность приобрести активы посредством выпуска пассивов. По его словам, хотя ФРС была создана для того, чтобы выполнять функции кредитора последней инстанции, обеспечивая ликвидность хозяйственного долга, политика дисконтного (учетного) окна перестала играть роль основного инструмента ФРС (глава 3). Действительно, большинство предлагавшихся ФРС резервов предоставлялось через операции на открытом рынке, что в огромной степени ограничивало ее способность обеспечивать безопасность и надежность системы посредством решений о принятии залогового обеспечения кредитов и тщательного анализа балансов заемщиков. Вместо этого ФРС при-

няла упрощенную монетаристскую точку зрения М. Фридмана, в соответствии с которой основная роль центрального банка заключается в «контроле» над денежной массой и тем самым над экономикой в целом. Но ФРС не способна обеспечить контроль, поскольку попытки ограничить резервы поощряют инновационные методы ведения банковской деятельности и расширение «небанковских» источников финансирования, в конечном счете требующих вмешательства кредитора последней инстанции и даже оказания помощи с его стороны, что становится «обоснованием» правильности более рискованных методов (глава 4). Данная политика, дополненная контрциклическими дефицитами, призванными не допустить снижения спроса, не только препятствует глубокой рецессии, но и создает хроническую склонность к инфляции.

3. Не повторится ли ОНА?

Х. Мински не раз и не два повторял, что Великая депрессия представляет собой пример несостоятельности или провала (failure) капитализма. Для того чтобы избавиться от нее, необходимы Большое правительство и Большой банк, под которыми ученый понимал размеры государства в экономике, уровень государственных расходов и направления деятельности центрального банка, а также различные реформы в рамках «Нового курса» (глава 9; [Minsky, 1993]). Экономика, нарождавшаяся после окончания Второй мировой войны, выглядела прочной, но Мински всегда задавался вопросом: не повторится ли ОНА (Великая депрессия)? Сам он отвечал на него условным «нет»: сохранение в первые несколько десятилетий после войны верхних и нижних ограничений означало невозможность долговой дефляции. В то же время поступательное развитие экономики в контексте внешне прочной финансовой структуры *способно* распахнуть дверь перед нарастающими как снежный ком неплатежами, преодолевающими первоначальные ограничения. Возможности того, что события будут разворачиваться в данном направлении, расширились бы, если бы институциональные ограничения не адаптировались к новым обстоятельствам или, что еще хуже, если бы уроки Великой депрессии были забыты и доминирующее положение заняла бы опасная идеология «свободного рынка». Мы стали свидетелями и того, и другого.

Х. Мински сформулировал то, что он назвал «тезисом антиневмешательства» (*Anti-Laissez-Faire Theme*): «В мире, где внутренняя динамика подразумевает нестабильность, видимость стабильности может быть достигнута или может поддерживаться посредством принятия конвенций, введения ограничений и осуществления интервенций в экономическую среду» [Minsky, Ferri, 1991]. Проблема, настаивал ученый, заключается в том, что основанная на неоклассической доктрине ортодоксальная экономическая теория не способна «ни на миллиметр» проникнуть в глубь реальной современной экономики.

Стандартная теория способна объяснить нестабильность или просто существование депрессии только с помощью внутренних шоковых воздействий и «упертых» рабочих, не допускающих изменений заработной платы в ответ на перемены; отсюда ортодоксия должна рассматривать безработицу как возмездие упрямам (глава 6). Принятый в мейнстриме экономической теории канон диктует: в случае «неравновесия» решение состоит в еще большем сокращении государственного вмешательства в экономику. Напротив, согласно Мински, «естественными» являются рыночные результаты, приводящие к несогласованности. Возникновение последней требует вмешательства для предотвращения действий невидимой руки: «Чтобы сократить масштаб бедствий, которые могут быть порождены рыночными системами, в капиталистических экономиках была создана совокупность институтов и властных полномочий, которые можно охарактеризовать как эквиваленты автоматических выключателей. Эти институты способны остановить экономические процессы, порождающие несогласованность, и дать повторный старт экономике в новых начальных условиях...» [Minsky et al., 1994]. И далее: «Соответствие институтов и интервенций своему предназначению будет в значительной степени определять степень спокойствия или турбулентности траектории экономики во времени — окажется ли эта траектория поступательным развитием, застоем или воплощением деградации».

Отличительной чертой послевоенного роста был уклон в сторону инвестиционных расходов, особенно после 1970 года. Несмотря на то, что наращивание вооруженных сил в период холодной войны привело к быстрому росту доли федерального правительства США в ВВП, а также несмотря на увеличение долей расходов правительств штатов и местных органов власти в начале 1970-х годов, доля государственных расходов в совокупном спросе оставалась относительно постоянной. В послевоенный период «кейнсианская» экономическая политика была направлена в первую очередь на поощрение инвестиций с целью повышения совокупного спроса, а трансфертные платежи предназначались пожилым гражданам и тем, кто остался под «вздымающейся волной», которая «подняла далеко не все лодки». С начала 1960-х годов Х. Мински неустанно критиковал такой подход к политике, утверждая, что предпринимаемые государством действия порождают финансовую нестабильность и инфляцию, а также ведут к углублению неравенства [Minsky, 1965, 1968, 1972, 1973]. По его мнению, ведомый инвестициями рост должен был привести к трансформации финансовой системы из прочной структуры во все более и более хрупкую. Далее, инвестиции и трансфертные платежи обуславливают возникновение склонности к инфляции, усугубляемой институциональными нижними пределами, препятствующими серьезным рецессиям и «обосновывающими» более рискованное поведение.

Проделанный Х. Мински анализ склонности к инфляции, базирующийся на применении к агрегированному уровню цен «подхода

на основе накладки», наилучшим образом изложен в главе 11. Мы не будем останавливаться на нем подробно, но заметим, что в соответствии с основной идеей ученого цены на потребительские товары, представляющие собой часть системы цен на текущий выпуск продукции, устанавливаются по формуле издержки (в основном расходы на заработную плату в данном секторе) плюс накладка. Последняя определяется расходами на потребительские товары, превосходящими потребление рабочих, участвовавших в их производстве, то есть рабочих, занятых в инвестиционном и государственном секторах, иностранцев и получателей трансфертов (пенсионеров, получателей семейных пособий, пособий по безработице и т. д.). Данной теме были посвящены многие ранние работы Мински. Опираясь на результаты анализа, ученый выступал категорически против «Войны с бедностью», объявленной президентами США Кеннеди и Джонсоном [Minsky, 1965, 1968]. Мински утверждал, что «воды», вздымающиеся вслед за волной инвестиционных расходов, никогда не «просачиваются» вниз к бедноте. Их следствием становится лишь углубление неравенства, от которого выигрывают рабочие самой высокой квалификации в отраслях, обладающих наибольшими возможностями влиять на ценообразование. Далее, выплата денежных пособий неработающим людям привела бы к повышению спроса на потребительские товары без соответствующего увеличения предложения. Таким образом, отрицательное отношение Мински к выплате социальных пособий объясняется не только тем, что они «институционализировали безработицу» и способствовали упрочению состояния зависимости, но и оказывали инфляционное воздействие. Как мы увидим ниже, Мински предлагал заменить пособия непосредственным созданием рабочих мест и стратегией высокого потребления. Осуществлявшаяся на практике политика стимулирования инвестиций, расширения социального обеспечения и спасения предприятий, попавших в трудное положение, привела не только к повышению степени финансовой хрупкости и углублению неравенства, но и к возникновению склонности экономики к стагфляции.

4. Экономический опыт

Как уже упоминалось, по Х. Мински, внешняя стабильность экономики после окончания Второй мировой войны была обусловлена не нормальными рыночными процессами, а, скорее, могла быть приписана деятельности Большого правительства и Большого банка. В части II этой книги Мински изучает «экономический опыт» в виде эмпирических свидетельств, утверждая, что всякий раз, когда экономика оказывалась на грани краха, совместное воздействие бюджетных дефицитов и вмешательства кредитора последней инстанции позволяло поддерживать на достигнутых уровнях совокупный спрос, потоки доходов и, главное, цены на активы и потоки прибыли. Далее, мы

вкратце суммируем рассматривавшиеся Мински случаи и добавим некоторые данные, полученные за время, прошедшее после первой публикации этой книги.

Во-первых, было бы полезно обновить данные, представленные в табл. 13.3 и 13.5 (см. главу 13), в которых представлены два показателя размера правительства, основывающиеся на долях федеральных расходов и поступлений в федеральный бюджет, выраженных в процентах к ВВП. Если в 1983 году доля государственных расходов составляла 24,7% ВВП, то в 2006 году она снизилась до немногим более 20%. (Выраженные в качестве процентной доли от объема выпуска в условиях полной занятости расходы снизились с 22,5 до 19,98% соответственно.) В целом в наши дни расходы государства находятся на более низком уровне, чем в 1983 году, и довольно близки к предпочтениям Мински с точки зрения относительного размера (20,35% от объема выпуска в условиях полной занятости) и структуры (см. обсуждение этого вопроса в главе 13).

Возвращаясь к поступлениям, отметим, что они увеличились с 16,7% ВВП при полной занятости в 1983 году до 18,11% ВВП при полной занятости в 2006-м. В рассматриваемый период доля индивидуального подоходного налога в общих поступлениях в федеральный бюджет сократилась почти на 5%, а доля налога на прибыль корпораций увеличилась на 8,5%. Относительно выпуска продукции при полной занятости корпоративные налоги возросли на 1,66%, а расходы на социальное страхование — на половину процентного пункта. Небольшой дефицит федерального бюджета в 2006 году, вероятно, был близок к рекомендованному Х. Мински, так как экономика функционировала на уровне ниже полной занятости. Но структура налоговых поступлений была далека от идеала по Мински. Ученый выступал за упразднение налогов на прибыль корпораций, а также на заработную плату (в части, направлявшейся на социальное страхование), в то время как каждый из них значительно вырос. Отметим, что по сравнению с 1983 годом государственные расходы на социальное страхование (относительно ВВП/ВВП при полной занятости) значительно уменьшились, но налоги стали выше — программа осуществлялась с крупным профицитом. В целом состояние бюджета стало более устойчивым (более низкие расходы и более высокие налоговые поступления) при полной занятости, чем в 1983 году (за что и выступал Мински), однако надо учитывать, что налоги на прибыль корпораций и на заработную плату являются дополнительным бременем, которое носит инфляционный характер (ведь издержки отражаются в ценах), поощряет заимствования (процентные платежи по кредитам исключаются из величины прибыли, облагаемой налогом) и оказывает дестимулирующее воздействие на занятость (фирмы несут более высокие издержки, связанные с налогами на заработную плату, и чистая заработная плата рабочих оказывается более низкой). Мински отрицательно отнесся бы к подобному развитию событий,

поскольку оно означает более широкие возможности для возобновления стагфляции.

В главах 2 и 3 Мински рассматривает резкие экономические спады в 1974—1975 и 1981—1982 годах. Он показывает, что в обоих случаях важную роль сыграло Большое правительство, направившее основные усилия на поддержание потоков доходов и прибылей. В частности, в каждой из рецессий результирующий бюджетный дефицит добавлялся к агрегированным прибылям (как в уравнении М. Калецкого), чтобы фирмы сохранили возможность обслуживания задолженности. Далее, в обоих рассматриваемых периодах имел место рост трансфертных платежей, так что впервые во время рецессии уровень личных доходов не уменьшился. Это позволило избежать резкого падения потребления даже в условиях роста безработицы. Кроме того, Мински проанализировал операции Федеральной резервной системы, утверждая, что действия кредитора последней инстанции имели особенно важное значение во втором периоде. Рэндалл Рэй [Wray, 1989] распространяет анализ Мински и на рейгановское восстановление, показывая, что выход экономики из рецессии был связан отнюдь не с экономической теорией предложения; восстановлению инвестиций способствовали в первую очередь крупные дефициты середины 1980-х годов, создавшие условия для увеличения прибылей [Wray, 1989]. Кроме того, действия правительства, направленные на спасение отрасли ссудо-сберегательных ассоциаций, потребовали дополнительных расходов со стороны министерства финансов США в размере 125 млрд долл.¹ Несмотря на то, что действия государства осуществлялись не в той форме, сторонником которой выступал Мински (ученый рекомендовал поглощения терпевших бедствия сберегательных учреждений и их санацию организацией типа Корпорации финансирования реконструкции, а не предложенный Джорджем Бушем-старшим план, предполагавший субсидирование консолидации отрасли при социализации убытков; см.: [Minsky, 1992, 1994; Wray, 1994]), они позволили предотвратить перерастание кризиса ссудо-сберегательных ассоциаций в еще более худший вариант рецессии и возможную долговую дефляцию.

С тех пор мы были свидетелями нескольких серий финансовых кризисов и ряда рецессий. В каждом из этих случаев на помощь экономике приходили Большой банк и Большое правительство. Случаи краха фондового рынка в 1987 и 1989 годах, а также обрушение рынка мусорных облигаций оказали на удивление слабое воздействие на экономику благодаря крупным дефицитам и своевременному предоставлению резервов Федеральной резервной системой, что в конечном итоге и успокоило рынки [Minsky, 1992]. Последствия рецессии начала 1990-х годов во времена пребывания у власти Дж. Буша-старшего

¹ Здесь и далее в книге сокращение долл. применяется для обозначения долларов США. — Прим. ред.

были ограничены посредством крупных бюджетных дефицитов. Но восстановление оказалось слабым (его называли «безработным» или «безрадостным»), что способствовало избранию на пост президента США Билла Клинтона. Возможно, оно было обусловлено напряженностью, нараставшей в течение десятилетий увеличивающихся долгов и медленного роста личных доходов. Внезапно в середине 1990-х годов экономика, казалось, избавилась от того, что президент Картер назвал «недомоганием», — родилась «Новая экономика». Лица, ответственные за проведение политики (включая, что особенно важно, Алана Гринспена), пришли к выводу, что фундаментальные изменения в динамике производительности открывают возможности роста экономики значительно более высокими темпами, чем раньше, и не опасаться при этом инфляции. В самом деле, американская экономика росла столь быстро, что при незначительном повышении некоторых налогов впервые с 1929 года удалось добиться устойчивого бюджетного профицита. Президент Клинтон даже объявил, что, в случае сохранения превышения государственных доходов над расходами в течение 15 лет, правительство США впервые начиная с 1837 года избавиться от долга. (Отметим, что обе названные выше даты имели большое значение: в 1837 году началась глубокая депрессия, а в 1929 году — Великая депрессия; до профицитов Клинтона в истории США было шесть периодов значительного превышения бюджетных доходов над расходами, за каждым из которых следовала депрессия.) Эйфория, связанная с рождением «Новой экономики», быстро распространилась на финансовые рынки и помогла обеспечить «топливом» один из наиболее впечатляющих в истории случаев бума рынка ценных бумаг.

В то время едва ли не единственным источником скептицизма были ученые Института экономики Леви, предупреждавшие, что бум времен правления президента Клинтона основывался на беспрецедентном дефицитном расходовании средств в частном секторе, когда задолженность домохозяйств и бизнеса росла значительно быстрее, чем их доходы. Безусловно, как признавал Х. Мински еще в начале 1960-х годов и как продемонстрировал «секторный подход» Уинна Годли, при данном бюджетном профиците и дефиците счета текущих операций превышение расходов над доходами частного сектора было неизбежным следствием законов бухгалтерского учета [Minsky, 1963; Godley, 1999]. В случае сокращения расходов частного сектора и простого возвращения к более нормальному небольшому профициту агрегированный спрос упал бы на 6 п.п.

В ретроспективе нам известно, что профициты президента Клинтона оказались «короткоживущими», так как *произошедшее* сокращение расходов частного сектора ввергло экономику в рецессию. Обрушившийся рынок ценных бумаг в конечном итоге начал восстанавливаться (за исключением индекса NASDAQ, которому так никогда и не удалось вернуться на прежние «высоты»). Отчасти причиной тому был расту-

ший дефицит госбюджета, который способствовал восстановлению балансов субъектов хозяйствования и помог придать импульс еще одному анемичному «безработному» оживлению экономики. Примечательно, что на финансовом рынке быстро восстановилось доверие между участниками, вернувшимися к поиску других возможностей спекуляций, а американские домохозяйства не менее быстро возвратились к практике дефицитного расходования. На финансовых рынках начала подниматься невиданная ранее волна инноваций. Домохозяйства, в прошлом лишенные доступа к ипотечному кредитованию, получили такую возможность, что привело к подъему на рынках недвижимости. Цены на недвижимость росли быстрее, чем когда-либо в прошлом. Домовладельцы «обналичивали» свои капиталы, поскольку в обычай вошла практика финансирования потребления из кредитов под залог роста рыночной ценности финансовых активов. Важную роль во всех этих процессах сыграла политика низкой кредитной ставки Федеральной резервной системы, основанная на убеждении в том, что наилучшая монетарная политика (направлявшаяся «Новым консенсусом» в макроэкономике) позволит ограничить инфляцию, а также неявное обещание А. Гринспена, что ФРС никогда более не допустит, чтобы в будущем случилось что-то плохое.

5. Проблема политики

Общая теория Дж. М. Кейнса вскрыла два фундаментальных изъяна капиталистической системы — хроническую безработицу и чрезмерное неравенство. Х. Мински добавил к ним третий: нестабильность является нормальным результатом современного *финансового* капитализма (главы 5 и 11). Более того, устойчивая стабильность не может быть достигнута даже посредством наиболее подходящей политики, так как она изменяет поведение такими способами, которые увеличивают возможность *ЕЕ* наступления. Поэтому ученый отвергал любые идеи о «тонкой настройке» — даже если та или иная политика привела бы к установлению временной стабильности, незамедлительно начались бы процессы, ведущие к новой неустойчивости. Таким образом, «основная проблема экономической политики состоит в разработке институциональных структур и мер, которые ослабили бы тенденцию к инфляции и безработице, а также позволили бы избежать замедления темпов роста уровня жизни, не допуская при этом увеличения возможностей возникновения глубокой депрессии» (глава 13). Достигнутый на этом пути успех всегда является преходящим; политика должна непрерывно корректироваться с целью ее приспособления к изменяющимся обстоятельствам.

После выхода в свет книги «Стабилизируя нестабильную экономику» Х. Мински утверждал, что относительная устойчивость в послевоенный период привела к появлению «капитализма денежных менеджеров» — гораздо более неустойчивого варианта одной

из «57 разновидностей капитализма». В одной из своих публикаций Мински [Minsky, 1987] в высшей степени проницательно предсказывал быстрое и широкое распространение секьюритизации ипотечных кредитов, которая в 2007 году привела к обвалу рынка таких кредитов. В самом деле, он был одним из немногих наблюдателей, осознававших истинный потенциал секьюритизации. В принципе, существовала возможность сгруппировать все ипотечные кредиты в различные классы в зависимости от уровня рисков; соответственно, они различались бы и ценообразованием. Тем самым инвесторы получили бы возможность выбора желаемых соотношений рисков и доходов. Ссудо-сберегательные ассоциации и другие регулируемые финансовые институты получали бы доход в виде комиссионных за предоставление ссуд, оценку рисков и обслуживание закладных на недвижимость. Для того чтобы удовлетворить потребности инвесторов, использовалась бы финансовая инженерия — обеспеченные долговые обязательства (*collateralized debt obligations, CDO*) и их нарезка «кубиками и ломтиками». Двадцать лет спустя предсказания Мински сбылись в большей степени, чем этого можно было бы ожидать.

Х. Мински утверждал, что секьюритизация отражала две тенденции [Minsky, 1987]. Во-первых, она была неотъемлемой частью процесса глобализации финансов, поскольку предполагала создание ценных бумаг, для которых не существует национальных границ. Например, перед немецкими инвесторами, не имевшими прямого доступа к домовладельцам в США, открылась возможность приобретения ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами, выпускавшимися на американских рынках недвижимости. Как часто подчеркивал Мински, единственная в своем роде послевоенная экономическая экспансия в развитых странах (и даже в значительной части мира развивающихся стран) в отсутствие депрессий привела к глобальному перенасыщению отданными в управление деньгами, которые должны были приносить доходы. Разнесенные по различным «пакетам» ценные бумаги, весовые коэффициенты риска которых определялись авторитетными рейтинговыми агентствами, оказались весьма привлекательными для глобальных инвесторов, стремившихся иметь определенную долю активов, номинированных в долларах. Мински ничуть не удивился бы ни тому, что суммарная ценность секьюритизированных американских ипотечных кредитов превысила объем рынка федерального государственного долга, ни тому, что проблемы, связанные с субстандартным кредитованием, быстро распространились по всему миру.

Второй тенденцией, отмеченной Х. Мински, является относительное снижение важности банков (в узком определении как финансовых институтов, принимающих депозиты и предоставляющих ссуды) в пользу «рынков» [Minsky, 1987]. Как известно, доля банков в общем объеме финансовых активов упала с приблизительно 50% в 1950-х годах до примерно 25% в 1990-х. Данный процесс сам по себе был ускорен монетаристским экспериментом 1979—1982 го-

дов (он привел к уменьшению размеров регулируемой части сектора в пользу относительно слабо регулировавшихся «рынков»), а также непрерывной эрозией той части финансовой сферы, на которую распространялись правила, нормы, требования и традиции банков. Рост конкуренции в обеих сферах банковской деятельности — появление чековых депозитов небанковских финансовых институтов, имевших возможность платить рыночные процентные ставки, и возникновение рынка коммерческих бумаг, позволявшего фирмам пренебрегать коммерческими банками, — привел к уменьшению ее прибыльности. По наблюдениям Мински, спред между процентными ставками, которые банки получают на свои активы, и ставками, уплачиваемыми по пассивам, должен составлять примерно 450 б.п. [Minsky, 1987]. Он определяется как нормальная доходность капитала плюс налагаемый на банки «налог» в форме резервов (активов, не приносящих дохода) и издержки обслуживания клиентов.

В отличие от банков финансовые рынки способны осуществлять деятельность с гораздо более низкими спредами потому, что они избавлены от нормативов обязательных резервов, регулятивных требований к капиталу и большей части издержек, связанных с необходимостью поддержания взаимоотношений с клиентами в рамках банковской деятельности. В то же время финансовые рынки были освобождены от норм и правил, введенных во время «Нового курса» с целью повышения степени безопасности их функционирования. Это означало не только избавление большей части финансового сектора от значительного количества регулятивных норм и правил, но и то, что конкуренция со стороны «рынков» вынудила лиц, ответственных за проведение политики, смягчить регулирование банковской деятельности. К началу подъема в сфере недвижимости, который в конечном итоге привел к текущему кризису субстандартного ипотечного кредитования, сколько-нибудь существенной разницы между «коммерческим» и «инвестиционным банком» уже не существовало. Сектор жилой недвижимости, который благодаря реформам «Нового курса» был едва ли не самым безопасным, превратился в огромное глобальное казино. По словам Мински, значительное внимание реформам в сфере финансирования покупок жилья в рамках «Нового курса» объяснялось общим убеждением в том, что краткосрочные ипотечные кредиты, предусматривавшие, как правило, крупные единовременные платежи, в значительной степени обусловили начало Великой депрессии (глава 3); по иронии судьбы современные «инновации» в сфере жилищного ипотечного кредитования привели к спекулятивному подъему, в процессе которого была воссоздана значительная часть существовавших в прошлом условий.

Финансовый сектор США находится в кризисе, постепенно распространяющемся по всему миру. Нам понадобится некоторое время для того, чтобы установить его причины и осознать все его последствия. Рассуждая о текущем кризисе, многие комментаторы характеризовали

его как *момент Мински*, задаваясь вопросом о том, не превратились ли США в *Понци-нацию*. Пока мы можем предположить, что финансовые инновации последнего десятилетия привели к значительному расширению доступности кредита, что подтолкнуло вверх цены на активы. Это, в свою очередь, поощрило не только дальнейшие нововведения, направленные на использование преимуществ новых возможностей получения прибыли, но и долговое безумие, а также резкое увеличение леввериджа. Нарушение равновесия между страхом и алчностью в пользу второй было вызвано четырьмя аспектами: «толчком» со стороны А. Гринспена, а именно верой в то, что Федеральная резервная система никогда не допустит худшего, выводами, сделанными после применения мер по спасению Long-Term Capital Management, быстрым снижением процентных ставок после падения, связанного с интернет-компаниями (доткомаи), а также введенным ФРС новым порядком деятельности, получившим название «Новый монетарный консенсус» (постепенность, транспарентность и управление ожиданиями, что означало бы полное отсутствие сюрпризов). Клинтоновский подъем и неглубокая рецессия 2001 года привели к пересмотру подхода к росту. Согласно новой точке зрения, периоды экспансии могли быть более прочными в отсутствие инфляции, а рецессии — более короткими и сравнительно безболезненными. Следствием этого стали повышение «аппетита» относительно риска, снижение премий за риск и дальнейшее увеличение леввериджа. Кроме того, возникло впечатление, что секьюритизация, хеджирование и страхование в различных формах, таких как кредитный дефолтный своп, привели к перемещению большей части риска к тем, кто способен был справиться с ней лучше других. Если бы Мински довелось наблюдать за развитием событий в американской экономике в последние пять лет, он охарактеризовал бы этот период лозунгом «Прочь все сомнения».

Мы не знаем, случится ли ОНА в обозримом будущем, но констатируем, что возвращение к регулированию набирает ход. В заключительных разделах вступительной статьи мы сосредоточим внимание на выборе направлений политики.

6. Программа реформы

В своей книге Х. Мински предложил программу реформы, включающую в себя следующие основные направления:

- Большое правительство (размеры, расходы, налогообложение);
- стратегия занятости (работодатель последней инстанции);
- финансовая реформа;
- рыночная власть.

Он утверждал, что недостатки свойственны всем разновидностям капитализма, но мы имеем возможность построить такой, в котором изъяны были бы менее заметны (глава 13). Как упоминалось выше, Х. Мински выступал за капитализм с более низкими инвестициями

и более высоким потреблением, способный сохранять полную занятость и обеспечивать функционирование меньших по размерам организаций. Ученый хотел, чтобы фокус внимания лиц, ответственных за проведение политики, переместился с разного рода трансфертов на занятость (глава 12). Он весьма скептически относился к утверждениям о возможности приближения к полной занятости без непосредственного создания рабочих мест государством — эту позицию Мински занимал с начала 1960-х годов. В качестве примеров комплексных программ работодателя последней инстанции он приводил программы занятости, осуществлявшиеся в период следования США «Новым курсом», имея в виду создание Гражданского корпуса охраны природных ресурсов и Национального управления по делам молодежи. По его мнению, только государство способно предъявить спрос на рабочую силу, характеризующийся бесконечной эластичностью, что является необходимым условием полной занятости (глава 13). По оценке Мински, затраты на комплексную программу составили бы примерно 1,25% от объема национального продукта, что соответствует более поздним оценкам других ученых, выступавших за разработку и принятие подобных программ [Harvey, 1989; Wray, 1998], а также реальному современному опыту таких стран, как Аргентина и Индия. Кроме того, Мински предложил ввести универсальное детское пособие, что потребовало бы финансирования в размере примерно 1,33% ВВП (глава 13). Эти программы могли бы заменить собой большую часть расходов на выплату социальных пособий и пособий по безработице, предоставляя их участникам больше возможностей, чем современные программы, а также поддерживая их чувство собственного достоинства. Более того, эти программы носили бы менее инфляционный характер. В отличие от социальных пособий, которые выплачиваются неработающим людям, тем самым увеличивая спрос на продукцию без соответствующего роста предложения, программа создания рабочих мест способствовала бы увеличению объема выпуска полезной продукции. Предвидя возражения (известно, что полная занятость влечет за собой инфляцию), Мински предложил программу введения относительно постоянной единообразной заработной платы, которая могла бы стать своего рода «якорем», способным действительно помочь стабилизации уровня оплаты труда (глава 13). (Совсем недавно доводы ученого были тщательно изучены сторонниками политики работодателя последней инстанции; они пришли к выводам, схожим с заключениями Мински.) В соответствии с еще одной его рекомендацией было бы полезно снизить высоту барьеров, препятствующих участию в рабочей силе, посредством устранения налога на заработную плату и предоставления права на труд пенсионерам с сохранением для них пенсий и помощи, предусмотренных программами социального страхования.

Мински отдавал предпочтение политике, которая поощряла бы не долговое, а акционерное финансирование посредством, напри-

мер, упразднения корпоративных налогов на доходы владельцев акционерного капитала. Полагая, что размер банка связан с размерами обслуживаемых им фирм, ученый выступал за политику поддержки малых и средних кредитных организаций (глава 13). Поэтому он приветствовал бы ослабление некоторых ограничений для таких банков, введенных еще во времена «Нового курса», чтобы облегчить им предоставление услуг, необходимых клиентам относительно небольших размеров. Но американская политика движется в противоположном направлении. Как известно, прежде чем окончательно «распотрошить» реформы «Нового курса», крупнейшие банки США были освобождены от необходимости соблюдать положения закона Гласса—Стиголла. Безусловно, с тех пор как Мински выступил со своими предложениями, уровень концентрации в банковской сфере значительно вырос; в то же самое время, как упоминалось выше, политика и инновации отдавали «рынкам» предпочтение перед «банками», что вело к дальнейшей консолидации сектора. Мински был горячим сторонником усиления надзора над банками со стороны Федеральной резервной системы, выступая за изменение политики предоставления резервов в виде «движения» от операций на открытом рынке к использованию дисконтного (учетного) окна (глава 13). Некоторые читатели могут заметить, что предложения Мински свидетельствуют в пользу принятой позже в Канаде системы, предусматривающей нулевые резервные требования как результат снизившегося «налога в виде резервов» (*reserve tax*) и проценты, выплачиваемые по положительным балансам резервов или начисляемые на овердрафты. Председатель ФРС Б. Бернанке уже намекал на возможность введения в течение нескольких ближайших лет процентных платежей за банковские резервы, а в ответ на хаос, возникший в сфере субстандартных кредитов, он предложил политику, которая поощряла бы более широкое использование дисконтного окна. Возможно, это одна из областей, в которых реальная политика может приблизиться к предложениям Мински, пусть и в форме реакции на крупный финансовый кризис. Но в остальном она отдалилась от рекомендаций ученого на еще более значительное расстояние. Мы имеем в виду снятие ограничений, введенных во времена «Нового курса», и «освобождение» финансовой системы с предсказуемыми результатами этих действий.

Позднее, уже в Институте экономики Леви, Х. Мински продолжил исследования в области политики, выступая в защиту институтов современного капитализма. Согласно его воззрениям, капитализм отличается динамика и многообразие форм; отсюда реформы 1930-х годов более не соответствуют капитализму денежных менеджеров [Minsky, 1996]. Неслучайно эта стадия капитализма характеризуется возвышением идеологии неоконсерватизма, стремящегося разрушить все, что осталось от «Нового курса» и политики «кейнсианской эпохи». За пределами США она называется неолиберализмом. Под атакой приватизаторов оказалось буквально всё — от регулирования деятельности

финансовых институтов до государственной пенсионной системы [Wray, 2005]. Мински предупреждал об опасности идеологии свободного рынка, особенно на стадии капитализма денежных менеджеров. Парадоксально, но в начале послевоенного периода «невидимая рука» не смогла бы нанести значительного ущерба, учитывая низкий уровень частной задолженности, когда частные портфели были наполнены государственным долгом, а также воспоминания о Великом биржевом крахе, следствием которого было консервативное поведение. В наши дни, когда коэффициенты частной задолженности взлетели на небывалую высоту, после десятилетия увеличения леввериджа, когда внешняя среда способствует доминированию алчности над страхом, эта знаменитая «рука» подталкивает экономических агентов к всё более рискованным действиям.

Альтернативные предложения в сфере политики, с которыми Х. Мински выступал в 1990-е годы, были направлены на повышение уровня безопасности, обеспечение стабильности и поощрение демократии. Он поддерживал создание рабочих мест, уменьшение степени неравенства в оплате труда и детские пособия. Мински вместе с другими учеными Института экономики Леви пытался убедить президента Клинтона в необходимости создания системы «местных банков развития» (*community development banks*) [Minsky et al., 1993]. Но его предложения имели куда более дальние горизонты, чем принятая в действительности программа, так как были направлены на расширение спектра финансовых услуг, которые предоставлялись бы в местностях с недостаточным уровнем обеспеченности. Он поддержал Ронни Филипса, ученого из Института Леви, выступившего с инициативой создания системы «узких банков», которые принимали бы депозиты от населения, но владели бы только самыми безопасными активами (ценными бумагами Казначейства США) [Minsky, 1994]. Другими словами, Мински выступал с большим количеством различных предложений относительно политики финансового сектора, которые почти всегда прямо противоречили окончательным решениям государства.

7. Актуальные проблемы

Мы закончим это вступление кратким обзором наиболее острых проблем экономики США, с которыми она сталкивается в наши дни и должна будет решить в обозримом будущем:

- (1) хронические торговые дефициты;
- (2) углубляющееся неравенство;
- (3) растущая доля трансфертов в государственном бюджете;
- (4) преодоление последствия кризиса субстандартных ипотечных кредитов.

Книга Х. Мински проливает свет на последствия экономической политики во всех этих областях. При существующей склонности аме-

риканской экономики к импорту² экономический рост, характеризующийся «нормальной» скоростью, всякий раз ведет к образованию внешнеторгового дефицита. Большинство комментаторов начинают выражать озабоченность способностью США «финансировать» этот дефицит, хотя у них нет ни малейшего повода для тревоги: внешнеторговый дефицит существует только в той степени, в которой остальной мир желает владеть активами, номинированными в американских долларах. В то же время следствием устойчивого дефицита торгового баланса являются две основные проблемы. Во-первых, имеется в виду его воздействие на уровни занятости и оплаты труда в США. Правильная реакция на внешнеторговый дефицит заключается в создании рабочих мест для тех, кто был вытеснен из сферы производства импортом. Первым шагом в этом направлении является предложенная Мински программа работодателя последней инстанции. Следует учитывать, что многие из тех, кто потерял работу, получали более высокую заработную плату; поэтому программу Мински необходимо было бы дополнить переобучением и другими мерами по оказанию помощи отдельным потерявшим работу людям. США как высокоразвитая страна должны придерживаться политики открытых рынков; при этом им необходимо бороться с недобросовестной конкуренцией со стороны государств, допускающих неправомерные действия предпринимателей, такие как использование детского труда и труда заключенных, а также назначающих заработную плату ниже прожиточного минимума. Таким образом, при разработке внешнеторговой политики лица, ответственные за ее проведение, должны руководствоваться скорее принципами «справедливой», а не «свободной» торговли.

Во-вторых, учитывая необходимость поддержания баланса между внутренним (частным и правительственным) и внешним секторами, отрицательное сальдо счета текущих операций означает, что либо правительственный, либо частный сектор США, либо они оба должны поддерживать дефицит равным сальдо внешнеторгового баланса. Начиная с 1996 года американский частный сектор поддерживает непрерывно сохраняющийся дефицит, который, по нашему мнению, является недопустимым в среднесрочном периоде. В то же время в текущих условиях экономика полной занятости, вероятно, породила бы отрицательное сальдо счета текущих операций в размере по меньшей мере 4% ВВП. Если бы частный сектор поддерживал профицит на уровне около 3% (значение, соответствующее долгосрочному среднему положительному сальдо в послевоенный период), то дефицит правительственного сектора должен был бы составлять примерно 7% ВВП. Мы полагаем, что это было бы политически невозможно либо, вероятно, экономически нежелательно. Напомним,

² Здесь имеется в виду предельная склонность к импорту, то есть показатель, измеряющий, как будут меняться закупки импортных товаров при изменении национального дохода США. — *Прим. ред.*

что Х. Мински рассматривал дефициты как фактор, порождающий более высокую ценовую наценку, так как они создают требование на продукцию, превышающее фонд заработной платы в потребительском секторе. В некоторой степени он компенсируется чистым импортом, то есть потребители получают возможность приобретать товары, которые не производились американскими рабочими. В то же время в той степени, в которой состояние торгового баланса может быть улучшено благодаря обесценению доллара, повышение цен на импортируемые сырьевые товары может затронуть и американских потребителей. Данное воздействие может быть связано с тем, что ценовая эластичность спроса на импорт является недостаточно высокой (это условие, противоположное принципу Маршалла—Лернера, названному так в честь экономистов Альфреда Маршалла и Аббы Лернера). Например, в течение 2007 года крупной проблемой оставался третий начиная с 1970 года «энергетический кризис». Быстро повышавшиеся цены на нефть отразились на потребительских ценах в США, что усугублялось падающим долларом. Как упоминалось выше, ФРС предпочла агрессивной борьбе с инфляцией поддержание финансовой стабильности, что, на наш взгляд, было правильной реакцией. В то же время пока никто не может сказать, сколь долго лица, ответственные за проведение политики, будут игнорировать инфляцию. Возможно, нас ожидает возвращение во времена Пола Волкера, характеризовавшиеся жесткой политикой, сопровождавшейся растущей безработицей. Мински же, вероятно, выступил бы в защиту политики, направленной на снижение внешнеторгового и бюджетного дефицитов.

Какие бы показатели ни использовались, но уровень неравенства в США в наши дни столь же высок, как и накануне Великой депрессии. В самом деле, в 2003—2005 годах *прирост* доходов 1% самых богатых их получателей составил 525 млрд долл., превысив совокупный доход в 2005 году (380 млрд долл.) 20% самых бедных слоев населения страны. Перераспределение всего лишь половины этого прироста в пользу низшего квантиля привело бы к увеличению доходов «самых низов» на 70%. Далее, с начала 1970-х годов реальные доходы большинства получающих заработную плату мужчин сохраняются на одном и том же уровне. Как мы уже отмечали, Х. Мински всегда скептически относился к использованию трансфертов для перераспределения дохода, предпочитая добиваться этого посредством создания новых рабочих мест и повышения заработной платы в первую очередь для низкооплачиваемых работников. Действительно, в середине 1960-х годов он представил расчеты, демонстрирующие, что создание новых рабочих мест позволяет многого достичь в деле борьбы с бедностью. Кельтон и Рэй провели аналогичный анализ, используя современные данные [Kelton, Wray, 2004]. В соответствии с их расчетами вероятность того, что семьи с хотя бы одним работником, занятым полный день в течение года, «упадут» ниже черты бедности, является очень низкой. Таким образом, если бы в рамках программы работо-

дателя последней инстанции, по Мински, ее участники получали бы некую базисную заработную плату (скажем, на уровне прожиточного минимума), то с учетом предоставления семьям детского пособия это позволило бы улучшить положение значительной части лиц, относимых сегодня по своему статусу к беднякам. Дополнительный ВВП, созданный благодаря снижению уровня фактической безработицы всего на 2 п.п., в несколько раз превосходил бы дополнительный объем продукции, необходимый для того, чтобы соответствовать дополнительному потреблению в случае, если бы все американские семьи поднялись над чертой бедности. Избавления от бедности можно добиться и не обращаясь к «методу Робин Гуда» («забрать у богатых и отдать бедным»). В то же время, согласно справедливому утверждению Мински, крайности в распределении доходов и богатства несовместимы с демократией. Следовательно, ограничение дохода и богатства высших слоев общества в большей степени способствовало бы созданию более справедливого общества, чем перераспределение дохода для избавления от бедности.

Х. Мински выступал и за ограничение роста оплаты труда квалифицированных рабочих, что позволило бы добиться сокращения неравенства в доходах от заработной платы [Minsky, 1965, 1968, 1972]. Он утверждал, что в той степени, в которой хотя бы часть инфляции обусловлена ростом издержек, связанных с выплатами заработной платы, ее увеличение вызвано оплатой труда квалифицированных (в прошлом еще и состоявших в профсоюзах) рабочих; отсюда темпы роста их заработной платы должны быть более низкими, чем темпы роста производительности труда, а прирост зарплаток низкооплачиваемых работников должен быть выше, чем прирост производительности. Тем самым удалось бы добиться не только сокращения разрыва между заработной платой квалифицированных и неквалифицированных рабочих, но и ослабления инфляционного давления. США уже давно не сталкивались с серьезным повышательным давлением на заработную плату и цены. Однако вполне возможно, что начиная с 2007 года дефляционное давление, обусловленное конкуренцией со странами с низкой заработной платой (прежде всего Китаем и Индией) и позволявшее держать инфляцию в узде, будет ослабевать. Как мы уже упоминали, нет ничего невозможного в том, что текущий набор мер экономической политики приведет к возвращению стагфляции.

Президент США Билл Клинтон положил конец «вэлферу», каким мы его знаем, упразднив федеральную программу «Помощь семьям с детьми-иждивенцами» в пользу «Временной помощи нуждающимся семьям» с ее ограниченными сроками действия. Но он не предоставил работу взрослым, лишившимся «вэлфера», то есть социальных выплат, в том числе детских пособий. Поэтому «реформы» Клинтона привели к росту чувства незащищенности у людей, не предложив никаких реальных решений. Как бы то ни было, «вэлфер» всегда был

относительно небольшой по объему средств программой, поскольку большая часть трансфертов предназначена пожилым людям, а основные социальные расходы приходятся на программы «Страхование по старости, по случаю потери кормильца и нетрудоспособности» и «Медикейд». В последние годы мы стали свидетелями огромных усилий со стороны неоконсерваторов, пытающихся запугать население сказками о десятках триллионов долларов, которые будут необходимы для покрытия расходов программ социального («Социальная защита») и медицинского («Медикэр») страхования. Почти все эти аналитические выкладки являются абсолютно некорректными, о чем свидетельствуют многочисленные публикации Института экономики Леви [Papadimitriou, Wray, 1999]. Они сосредоточены преимущественно на прогнозах относительно расхождения денежных поступлений и расходов программы, на основе которых авторы приходят к заключению о том, что мы должны повысить налоги или сократить расходы *сегодня*, для того чтобы добиться профицита доверительного фонда, который *позже* будет направлен на финансирование дефицитов.

Мы не будем повторять доводы, приводившиеся в других публикациях, а в соответствии с анализом Х. Мински остановимся на двух аспектах. Во-первых, возрастание количества пожилых граждан относительно населения в трудоспособном возрасте приведет к повышению ценовой накладки на потребительские товары по причинам, обсуждавшимся нами ранее. *Финансовое* решение проблемы невозможно: независимо от используемого в будущем метода передачи дохода в руки пенсионеров, их расходы на приобретение потребительских товаров будут носить инфляционный характер до тех пор, пока их совокупная доля в потреблении возрастает *при их неучастии в производстве этих потребительских товаров*. Вот почему Мински не устал повторять, что решение проблемы растущего количества выходящих на пенсию представителей поколения беби-бумеров заключается в устранении барьеров для участия в производстве людей старше 65 лет (глава 13). Кроме того, повышение уровня занятости безработных и лиц, не входящих в состав рабочей силы, будет расширять объемы производства (выпуска), поскольку увеличивающаяся занятость женщин, молодых людей, раньше срока оставивших школу, представителей меньшинств и иммигрантов может содействовать удовлетворению растущего спроса пенсионеров.

Во-вторых, большинство «необеспеченных обязательств» федерального правительства относятся к программе «Медикэр». Проблема состоит отнюдь не в финансировании, но в двух более общих характеристиках сферы здравоохранения. Имеются в виду опережающий, по сравнению с общим уровнем, рост цен, в результате чего непрерывно увеличивается доля номинального ВВП, которая приходится на здравоохранение, а также успехи медицинской науки и растущие ожидания относительно формирования здорового общества, что ведет к повышению доли реальных ресурсов, направляемых в сферу здраво-

охранения. Поэтому проблема отнюдь не ограничивается «Медикэр» и «Медикейд», так как с растущими издержками сталкивается и частное медицинское страхование: его реакция состоит в том, чтобы подтолкнуть пациентов к переключению с частного «кошелька» на государственный. В какой-то степени растущая доля ВВП, которая направляется в сферу здравоохранения, является ожидаемой и желательной: это в высшей степени трудоемкий сектор с медленно повышающейся с течением времени производительностью труда (условие, известное как «болезнь издержек Баумоля»). К тому же нет ничего удивительного в том, что в богатом — и стареющем — обществе, способном легко удовлетворить остальные материальные человеческие потребности, экономическая деятельность будет всё больше связана со здравоохранением.

С другой стороны, реформа здравоохранения является общепризнанной политической проблемой, которую невозможно игнорировать; здесь нет и не может быть простых решений под лозунгами «приватизации» или «единого плательщика». Обществу необходимо принять решения о том, какую часть ресурсов оно хотело бы направить в сферу здравоохранения, какая их доля должна быть выделена на последние несколько недель жизни стариков и как лучше организовать предоставление услуг и их оплату. Жалобы на «не имеющие финансирования мандаты» ничего не меняют, а только запутывают проблемы. В глобальной экономике почти всегда наихудшим способом «платы» за медицинские услуги является включение соответствующих затрат в издержки производства потребительских товаров, так как это означает мгновенный проигрыш в конкурентной борьбе. Более того, даже если бы американские производители не сталкивались с внешними конкурентами, дни той разновидности капитализма, которую Х. Мински называл «патерналистским капитализмом», давно миновали. Ни фирмы, ни профсоюзы не обладают властью, позволившей бы включить в вознаграждение наемных работников адекватную медицинскую помощь, покрытую ценами на конечную продукцию.

Последний из рассматриваемых нами в этом разделе вопросов относится к кризису субстандартных кредитов, продемонстрировавшему серьезные проблемы с «Новой финансовой архитектурой», создававшейся денежными менеджерами на протяжении двух последних десятилетий. Относительно нерегулируемые рынки «поспособствовали» сокращению рыночной доли, принадлежавшей банкам. Чтобы помочь последним в конкурентной борьбе, регулятивные органы ограничили регулирование, а также надзор над банковской деятельностью. К тому же банкам позволили принять участие в авантюрах с балансовыми отчетами, когда различные виды деятельности выводятся за баланс, для того чтобы добиться экономии на резервах и капитале, а также избежать проверок. На смену банковской деятельности, основанной на взаимоотношениях с клиентами, пришли брокерский бизнес в стиле «эмитируй и размещай», когда все типы ссуд и займов «упаковывают-

ся» в ценные бумаги, после чего они «нарезаются кубиками и ломтями» на еще более рискованные транши. Для того чтобы определить величины кредитных рисков, назначавшихся объединениям заемщиков, использовались локальные (*proprietary*) модели со статистическими данными, охватывавшими всего лишь несколько прошедших лет. Широкое распространение получила практика приобретения ценных бумаг в долг посредством краткосрочных кредитных инструментов типа коммерческих бумаг, часто за счет сложных и случайных резервных средств со стороны банков. Таким образом, банкам не удалось избавиться от рисков, связанных с их собственными балансами, и эти риски вернулись в самое неподходящее время, когда рынки переживали трудные времена и цены на активы заметно упали.

Сегодня мы знаем, что эти модели не учитывали системный риск, в то время как риск индивидуального заемщика никогда и не оценивался на том основании, что банку якобы достаточно иметь диверсифицированный пул с «известными» рисками для различных классов заемщиков. Система стимулов была ориентирована в первую очередь на оборот, на количество выданных ссуд и лишь незначительная часть ее — на способность выплатить заимствованные деньги. Мински всегда утверждал, что для оценки характера каждого индивидуального заемщика банк нуждается в скептически настроенном кредитном инспекторе. Развитие взаимоотношений должно основываться на понимании заемщиком того, что его сегодняшние результаты оказывают непосредственное воздействие на возможность доступа к кредиту завтра. К сожалению, финансовые рынки трансформировались в рынки «с немедленной поставкой и оплатой» (*spot markets*), основывающиеся на цене и только цене, с безграничным, в сущности, объемом кредита. Как настаивает Альберт Войнилоуэр, хороший друг Мински, в некоторых «пунктах» делового цикла спрос на кредит может быть практически бесконечным при любой цене; следовательно, для предотвращения стремительного спекулятивного подъема необходимы количественные ограничения. Или, как часто говорил Мински, капиталистическая экономика характеризуется возрастающей фундаментальной нестабильностью, и политика призвана сдерживать эту тенденцию.

Основным приоритетом должно стать восстановление такого типа банковской деятельности, которая основана на взаимоотношениях с клиентами (*relationship banking*). По мнению Х. Мински, шагом в правильном направлении было бы создание благоприятных условий для мелких и средних банков, даже если на этом пути нас ожидают немалые трудности. В наши дни концентрация в банковской сфере находится на гораздо более высоком уровне, чем двадцать лет назад. С тех пор США потеряли почти половину банковских институтов. Наличие явным образом выраженных государственных гарантий по банковским пассивам означает, что риск потерять банковский капитал возникает только в тех случаях, когда банки предоставляют плохие

ссуды. Добиться увеличения доходности капитала позволяет использование левериджа, а также покупка рискованных активов. И в первом, и во втором случае увеличивается вероятность того, что для защиты вкладчиков банка потребуется привлечение государственных средств. Поэтому неотъемлемой частью банковского регулирования и надзора должны быть ограничения на типы активов, разрешенных к приобретению, а также нормативы достаточности капитала. Некоторые ориентиры в решении этих задач обеспечиваются Базельскими соглашениями, но проблема заключается в слишком широких классификациях рисков. К тому же более крупным банкам разрешается использовать для оценки рисков внутренние модели, которые сыграли важную роль в возникновении хаоса на рынке субстандартных кредитов. Кроме того, банкам разрешены — и в значительной степени выведены из сферы надзора — внебалансовые операции, такие как регресс³. Базельское соглашение разрешает отдельным странам по мере необходимости ужесточать банковский надзор. Но что делать с постоянным давлением в сторону конкурентного ослабления ограничений? Поэтому для восстановления должного банковского надзора потребуется дальнейшее развитие международного сотрудничества. Во время кризиса на рынке субстандартных кредитов многие комментаторы указывали на необходимость восстановления правильного «баланса» между «страхом» и «алчностью». Отсюда потребность в таком вмешательстве государства, при котором убытки могут понести держатели акций, в то время как вкладчики будут спасены. Этому, в свою очередь, способствовало бы отделение друг от друга «банков» и «рынков» и надзор над банками, возобновившими свою деятельность после финансового оздоровления.

Заключение

Важнейшей заслугой Хаймана Мински является самый проницательный за весь XX век анализ *финансового капитализма*. Его научные идеи сохраняют актуальность и в наши дни. В этом введении читатель познакомился с контекстом и ориентирами для чтения научного труда Мински — «Стабилизируя нестабильную экономику», — в котором он наиболее полно изложил свои идеи. Как следует из первоначального вступления директора фонда *Twentieth Century* и предисловия самого Мински, написание и подготовка к выходу в свет книги заняли длительное время. Мы исправили многочисленные типографские ошибки в цифрах и математических выкладках, а также несколько очевидных опечаток в тексте. Однако общее изложение оставлено без изменений, даже там, где читателю плохо понятны идеи Мински. Мы исходили из того, что таково было желание автора. Его стиль может показаться трудным, но тот, кто последовательно прочтет текст, обязательно

³ Регресс (recourse) в данном контексте означает обратное требование о возмещении уплаченной суммы, предъявляемое одним физическим или юридическим лицом другому обязанному лицу. — *Прим. ред.*

будет вознагражден. Это новое издание позволяет новым поколениям заполучить собственный экземпляр шедевра в области экономических и финансовых наук.

Мы благодарны Еве Нерсисян (Университет Миссури — Канзас-Сити) и Деборе Тредуэй (Институт экономики Леви) за помощь в редакторской подготовке нового издания. Мы выражаем искреннюю признательность Лии Спиро из McGraw-Hill, так вовремя предложившей переиздать «Стабилизируя нестабильную экономику». Хайман посвятил первое издание этой книги Эстер Мински, и мы хотели бы поблагодарить ее за многолетнюю поддержку и дружбу. Особенно благодарны мы Алану и Диане Мински за оказанную ими поддержку этого проекта. Конечно же, мы находимся в огромном долгу перед нашим другом и наставником Хайманом Мински.

Ekonomicheskaya Politika, 2016, vol. 11, no. 2, pp. 22–51

Dimitri B. PAPADIMITRIOU, Jerome Levy professor. E-mail: dbp@levy.org.

L. Randall WRAY, professor of economics. E-mail: wray@levy.org.

Levy Economics Institute of Bard College (Blithewood, Annandale-on-Hudson, NY US 12504-5000).

Minsky's Stabilizing an Unstable Economy: Two Decades Later

Abstract

The article is an introduction to the new edition of Hyman P. Minsky's book *Stabilizing an Unstable Economy* and contains an extensive review of this scholar's work during his entire academic career. The authors show that the Minsky's theoretic ideas possess remarkable explanatory power and have been relevant not only for financial crises during his lifetime but for the financial instability episodes of the present.

Keywords: financial instability hypothesis, business cycle theory, balance-sheet implications of public debt, automatic macroeconomic stabilizers.

JEL: B31, E12, E32, E44, E6.

References

1. Harvey P. *Securing the right to employment*. Princeton: Princeton University Press, 1989.
2. Kelton S., Wray L. R. The war on poverty after 40 years: A Minskyan assessment. *Public Policy Brief No. 78*. Levy Economics Institute of Bard College, 2004.
3. Minsky H. P. Central banking and money market changes. *Quarterly Journal of Economics*, 1957a, vol. 71, no. 2, pp. 171-187.
4. Minsky H. P. Monetary systems and accelerator models. *American Economic Review*, vol. 47, no. 6, pp. 860-883.
5. Minsky H. P. A linear model of cyclical growth. *Review of Economics and Statistics*, vol. 41, no. 2, part 1, pp. 133-145.
6. Minsky H. P. Discussion. *American Economic Review*, vol. 53, no. 2, pp. 401-412.
7. Minsky H. P. Longer waves in financial relations: Financial factors in the more severe depressions. *American Economic Association Papers and Proceedings*, vol. 54, no. 3, pp. 324-332.
8. Minsky H. P. The Role of Employment Policy. In: M. S. Gordon (ed.). *Poverty in America*. San Francisco: Chandler Publishing Company, 1965.

9. Minsky H. P. Effects of shifts of aggregate demand upon income distribution. *American Journal of Agricultural Economics*, vol. 50, no. 2, pp. 328-339.
10. Minsky H. P. *Economic issues in 1972: A perspective*. Notes from a presentation to a symposium on The Economics of the Candidates sponsored by the Department of Economics at Washington University. St. Louis, Missouri, 1972, October 6.
11. Minsky H. P. The Strategy of Economic Policy and Income Distribution. *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, vol. 409, September, pp. 92-101.
12. Minsky H. P. *Securitization*. Mimeo. Minsky Archives, Levy Economics Institute of Bard College, 1987.
13. Minsky H. P. Profits, deficits and instability: A policy discussion. In: D. B. Papadimitriou (ed.). *Profits, deficits and instability*. London: Macmillan, 1992.
14. Minsky H. P. Finance and stability: The limits of capitalism. *Working Paper No. 93*. Levy Economics Institute of Bard College, 1993.
15. Minsky H. P. Financial instability and the decline (?) of banking: Public policy implications. *Working Paper No. 127*. Levy Economics Institute of Bard College, 1994.
16. Minsky H. P. Uncertainty and the institutional structure of capitalist economies. *Working Paper No. 155*. Levy Economics Institute of Bard College, 1996.
17. Minsky H. P., Ferri P. Market processes and thwarting systems. *Working Paper No. 64*. Levy Economics Institute of Bard College, 1991.
18. Minsky H. P., Whalen C. Economic insecurity and the institutional prerequisites for successful capitalism. *Working Paper No. 165*. Levy Economics Institute of Bard College, 1996.
19. Minsky H. P., Delli Gatti D., Gallegati M. Financial institutions, economic policy, and the dynamic behavior of the economy. *Working Paper No. 126*. Levy Economics Institute of Bard College, 1994.
20. Minsky H. P., Papadimitriou D. B., Phillips R. J., Wray L. R. Community development banking: A proposal to establish a nationwide system of community development banks. *Public Policy Brief No. 3*. Levy Economics Institute of Bard College, 1993.
21. Papadimitriou D., Wray L. R. How can we provide for the baby boomers in their old age? *Policy Note No. 5*. Levy Economics Institute of Bard College, 1999.
22. Wray L. R. *Understanding modern money: The key to full employment and price stability*. Northampton: Edward Elgar, 1998.
23. Wray L. R. A Keynesian presentation of the relations among government deficits, investment, saving, and growth. *Journal of Economic Issues*, vol. 23, no. 4, pp. 977-1002.
24. Wray L. R. The political economy of the current U.S. financial crisis. *International Papers in Political Economy*, 1994, vol. 1, no. 3, pp. 1-51.
25. Wray L. R. Can a rising tide raise all boats? Evidence from the Kennedy-Johnson and Clinton-era expansions. In: J. M. Harris, N. R. Goodwin (eds.). *New thinking in macroeconomics: Social, institutional and environmental perspectives*. Northampton: Edward Elgar, pp. 150-181.
26. Wray L. R. The ownership society. *Public Policy Brief No. 82*. Levy Economics Institute of Bard College, 2005.