

Экономическая теория

ТЕОРИЯ МИНСКИ: МЕЖДУНАРОДНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН

Ян КРЕГЕЛЬ

Ян Крегель —
директор по исследованиям
Экономического института Леви,
Бард-колледж (12504–5000, США,
Аннандэйл-на-Гудзоне, Блайтвуд).
E-mail: kregel@levy.org

Аннотация

В статье обсуждается потенциал использования теории финансовой нестабильности Мински в условиях открытой экономики. Показано, что финансово хрупкая природа современной рыночной экономики сохраняет свои ключевые черты в зависимости от степени интенсивности взаимодействия страны с внешним миром. Подход Мински в отличие от стандартной неоклассической теории экономики развития отрицает использование внешнего финансирования в развивающихся странах и трактует его как финансирование по схеме Понци. Этот результат подтверждается также в работе Домара, ключевой вывод которого о необходимости обеспечения стабильной доли внешнего долга в ВВП полностью совпадает с условиями успешной схемы Понци. Особое внимание уделяется недостаткам традиционного подхода к проблемам развития, предполагающего компенсацию нехватки внутренних сбережений внешним финансированием в форме двусторонних субсидий и льготных займов в рамках официальной помощи со стороны международных институтов. В статье обосновывается положение о том, что в глобальной экономике важную роль может играть давняя рекомендация Кейнса об ограничении иностранных заимствований посредством контроля над капитальными потоками. В рамках посткейнсианской парадигмы драйвером экономического развития служат не внешние инвестиции, а внутренний спрос. Макроэкономическая политика в открытой экономике при таком подходе должна ориентироваться не на количественные показатели темпов роста, а на обеспечение занятости. Финансирование развития в этом случае должно осуществляться через всестороннее использование национальных финансовых институтов и стимулирование занятости во внутренних обрабатывающих и экспортно ориентированных отраслях.

Ключевые слова: Хайман Мински, финансовая нестабильность, финансовые кризисы, экономика развития, открытая экономика.

JEL: B22, E12, F41, O11.

В основу статьи положен текст доклада, прочитанного на обсуждении книги [Мински, 2017], которое состоялось 27 октября 2017 года в рамках семинара «Экономика и культура» Центра исследований экономической культуры СПбГУ. Перевод с английского Юрия Каптуревского под научной редакцией Ивана Розмаинского.

1. Гипотеза финансовой нестабильности как аналитический инструмент

Представление о том, что гипотеза финансовой нестабильности Хаймана Мински относится исключительно к внутренней экономике США по состоянию на первые десятилетия после окончания Второй мировой войны, получило довольно широкое распространение. Принято считать, что эта гипотеза основывается на результатах анализа взаимодействий американских банков и частных фирм (с их инвестиционными решениями) в 1960–1970-е годы. В то же время Мински рассматривает капитализм как динамичный, изменяющийся комплекс операций по финансированию, движущей силой которых является стремление к получению прибыли, порождающее новые финансовые инновации. Следовательно, неотъемлемым элементом концепции Мински является анализ потоков денежных средств, возникающих вследствие формирования долговых отношений и появления монетарных обязательств, которые отображаются в балансах и отчетах о прибылях и убытках; по Мински, эти отчеты применимы к фирмам, домохозяйствам, финансовым институтам и правительству. Изменяющееся «лицо капитализма» и новые финансовые инновации должны были отражаться в структуре этих балансовых отчетов и способах их связи с входящими и исходящими денежными потоками. Важнейшими элементами установления хрупкости является верификация подушек безопасности и финансовое «расслоение» индивидуальных балансовых отчетов. Я полагаю, что Мински заимствовал идею «подушки» у Бена Грэхема, известного как инвестор, использовавший стратегию ценности, и как наставник Уоррена Баффета. Схожая концепция содержится и в начале книги Ирвинга Фишера, посвященной бумам и спадам в экономике, опубликованной вскоре после краха фондового рынка в 1929 году [Fisher, 1930].

В этой статье я хотел бы рассмотреть применение теории Мински к внешнеэкономическому сектору. Возможно ли использование гипотезы финансовой нестабильности на международном уровне? Если мы обратимся к национальному платежному балансу, то положительный ответ на этот вопрос представляется очевидным. Импорт порождает отток денежных средств, а экспорт — их приток в иностранной валюте. Таким образом, по сравнению с закрытой экономикой значение имеет только то, в чем номинированы, то есть выражены, потоки. Международные заимствования и предоставление займов точно так же порождают денежные обязательства и поступления и приводят к возникновению задолженности в иностранной валюте у страны-должника. Подушки безопасности могут принимать форму продаж иностранных активов, резервов иностранной валюты, потенциала чи-

стого экспорта и требований о взносах в золоте в МВФ. Детонаторы системной финансовой нестабильности способны принимать форму изменений в спросе на экспорт и в движении капитала, шоковой динамики экспортных цен и обменных курсов, резких колебаний процентных ставок. Следовательно, мы можем использовать для анализа хрупкости те же самые инструменты, которые применялись в отношении закрытой экономики, добавив, что некоторые из них будут номинированы в иностранной валюте (что вносит дополнительный вклад в хрупкость).

2. Анализ международных финансовых потоков Мински

Хайман Мински уделял международным условиям второстепенное внимание. Однако содержание некоторых его статей указывает на то, что он рассматривал бы проблемы международной финансовой хрупкости так, как описано выше. «Каждое обязательство фирмы, домохозяйства, правительства или финансового института, а также каждый инструмент, торгуемый на финансовом рынке, должны быть опосредованы движением денежных средств. Источником этих потоков является участие в производственной деятельности, порождающей заработную плату, прибыли и налоги. Аналогичное требование, согласно которому ценность активов должна опосредоваться движением денежных средств, распространяется и на международную задолженность; единственное различие состоит в том, что источником этих денежных потоков может быть доход, номинированный в одной валюте, в то время как платежи номинируются в другой. <...> Следовательно, исполнение обязательств определяется тем, какая сумма в долларах будет получена [за иностранную валюту]. Получение иностранной валюты зависит от состояния платежного баланса страны и характера ее внутренних активов, которые могут быть проданы или заложены иностранцам. Что касается проблемы получения или доступности, то удобно подразделять платежный баланс на “категории”, отражающие источники и направления использования иностранной валюты» [Minsky, 1986. P. 11–12].

Анализируя источники оттока и притока денежных средств, Мински выделяет четыре категории, порождающие денежные потоки. Первый класс — торговый баланс (товаров и услуг). Второй класс — доход от предоставления иностранных займов (баланс факторных услуг). Третий класс — чистые новые иностранные займы (счет долгосрочного капитала). Четвертый класс — движение краткосрочного капитала (балансирующие статьи).

В 1983 году в статье, опубликованной в Центре американских исследований в Риме [Minsky, 1983], Мински поменял местами первую и вторую категории. Он обосновал это решение тем, что процент

и дивиденды должны рассматриваться как эквивалент накладных расходов или постоянных издержек; следовательно, необходимо обеспечить возможность их уплаты до того, как прибыли, полученные от производственной деятельности, связанной с импортом и экспортом, на счете текущих операций, могут быть отнесены в ликвидные резервы, позволяющие обслуживать задолженность по иностранным заимствованиям в третьей и четвертой категориях.

3. В послевоенной модели кругооборота не учитывались отток и приток по капитальному счету

Интересно, что принятый в учебниках подход к международной торговле в его приложении к закрытой экономике кейнсианского неоклассического синтеза ограничивает анализ первой и второй категориями. Он начинается с представления балансов частного сектора в виде доходов и расходов, выраженных как $Y = C + I$. Далее принимаются во внимание действия правительства: $Y = C + I + [G - T]$ (что подразумевает ограничения на его деятельность). Анализ продолжается в сторону иностранного сектора, то есть добавляются экспорт и импорт: $Y = C + I + [G - T] + [X - M]$, с учетом допущения о стабильности обменных курсов в условиях действия Бреттон-Вудского соглашения. Если I , G и X являются экзогенными, то C , T и M определяются коэффициентами, которые задаются склонностью к потреблению: $M = m(Y)$, $T = t(Y)$, $C = c(Y)$. В дальнейшем при описании внешнего баланса как $X - m(Y)$ принимается Бреттон-Вудское допущение об отсутствии движения частного капитала и функционировании системы в соответствии с условием МВФ о золотом стандарте как механизме регулирования. Это означает, что всякий раз, когда $X - M$ приобретало отрицательное значение, должна была уменьшаться и подушка безопасности, представленная резервами иностранной валюты; в конечном счете правительство страны было вынуждено обращаться в МВФ, чтобы получить переходный заем для финансирования дефицита и поддержания постоянных обменных курсов. Заем предоставлялся на условии возвращения со временем. Его выполнение подразумевало и наличие внешнего избытка, и политику сокращения расходов, необходимые для значительного уменьшения Y , чтобы добиться падения M ниже заданного извне X . Вследствие этого ни в одной из стран не допускался внешний дисбаланс, который значительно превосходил бы объем валютных резервов и способность к заимствованиям по программе МВФ по сравнению с национальной квотой.

Таким образом, Бреттон-Вудская система предполагала обеспечение стабильности обменных курсов. Решение этой задачи было возможно только в случае достижения с течением времени баланса

счетов текущих операций государств — участников соглашения. Для этого требовалось введение механизма, позволявшего налагать внешнее ограничение в форме жесткой монетарной и сдерживающей фискальной политики. В случае если рецессия оказывалась недостаточно сильной для создания избытка по счету текущих операций, ограничение усиливалось бы посредством обесценения национальной валюты. Однако эта система являлась прямой противоположностью официальной политике в области развития, основывавшейся на устойчивом притоке капитала в развивающиеся страны для финансирования перманентных внешних дефицитов. Но в тех случаях, когда дефициты оказывались слишком велики, корректировка требовала снижения темпов роста и развития.

4. Воздействие частных финансовых потоков на размеры международных дисбалансов

Всё отмеченное выше привело к изменению постсмитсоновства и отказу от использования допущения о стабильных обменных курсах. На рассматриваемой нами «картине» появляются потоки частного капитала, и внешний баланс приобретает вид $XB = [X - M] - [\text{чистые потоки капитала}]$.

Тем самым границы внешних дисбалансов принципиально изменились; теперь они могут принимать любые значения, при условии что международные инвесторы убеждены в возможности их финансирования. Исчезают любые объективные ограничения (постоянный обменный курс и валютные резервы определенной величины), которые ставили бы пределы увеличению дисбаланса; остаются лишь ожидания инвесторов частного сектора. До тех пор пока они уверены во внутренней политике государств и их способности привлекать дополнительные потоки капитала, например посредством приватизации активов, принадлежавших правительству, или либерализации внутренних рынков, инвесторы сохраняют убежденность в возможности изыскания средств для обслуживания долга. Поскольку эти и подобные им убеждения в значительной степени зависят от изменчивых ожиданий, связанных с воздействием внутренней политики, время от времени они подвергаются резкому пересмотру, следствием которого становятся ограничения в предоставлении займов или поворот в противоположную сторону в тенденции движения цен на активы и изъятие средств, что приводит к финансовому кризису. Таким образом, место переходных займов МВФ занимают частные финансовые рынки, а место условий, выдвигаемых фондом, — финансовые кризисы. Для развивающихся стран эти перемены имеют гораздо более пагубные последствия, чем условия МВФ.

5. Традиционная теория развития и роль внешнего финансирования

Эволюция в сторону расширения участия частного сектора в международном финансировании развивающихся стран создает немалые трудности для традиционной теории развития, в которой в качестве основного источника экономического прогресса рассматриваются внешние потоки. Согласно этому подходу основными препятствиями на пути развития являются недостаток внутренних сбережений, редкость внутренних ресурсов и неспособность производить средства производства. Преодолевать эти ограничения, добиваясь увеличения внутренних сбережений, предлагается посредством внешнего финансирования в форме двусторонних субсидий и льготных займов в рамках официальной помощи в целях развития, программ многосторонних институтов (МБРР, Международная ассоциация развития, МФК) и притока частных прямых инвестиций (ПИИ).

Охарактеризованный выше подход, основанный на теории мейнстрима, лежал в основе решений, предлагавшихся развивающимся странам в первые десятилетия после окончания Второй мировой войны. В ответ на революцию на Кубе администрация президента США Джона Ф. Кеннеди инициировала расширение программы «Союз ради прогресса», направленной на увеличение частных американских инвестиций в Латинскую Америку. Одновременно ООН объявила 1960-е годы «Декадой развития», цель которой состояла в повышении ВВП развивающихся стран на 5%. Для этого предусматривался финансовый трансферт со стороны развитых стран мира в размере 1% ВВП. Предполагалось, что 0,3% ВВП развитых стран будет передано в форме частных потоков, а оставшиеся 0,7% ВВП — как вклад в рамках официальной помощи в целях развития. Цель первой «Декады развития» относительно темпов роста была достигнута очень легко в отличие от цели официальной помощи, которая так и осталась недостижимой на протяжении трех последующих десятилетий. Официально целевые установки «Декады развития» были отменены в 2000 году после принятия Целей развития тысячелетия, в то же время официальная помощь, которая была элементом «Декады развития», до сих пор остается политикой ООН в отношении развивающихся стран.

Лучше всего теоретические основы позиции мейнстрима были сформулированы Джейкобом Вайнером, выступавшим против альтернативного кейнсианского подхода: «Основной довод в пользу международных инвестиций капитала заключается в том, что в нормальных условиях капитал из стран с низкой предельной производительностью в денежном выражении движется в страны с высокой предельной производительностью в денежном выражении, что ведет

к выравниванию выраженной в денежных единицах предельной производительности капитала во всем мире и вследствие этого — к максимальному вкладу капитальных ресурсов в мировое производство и доход» [Viner, 1947. Р. 98].

Однако в теоретических дебатах 1960-х годов было показано, что выводы сторонников этой позиции опираются на ряд неявных предположений. В частности, необходимость принятия допущений об убывающей отдаче капиталовложений обусловлена тем, что на них основываются утверждения, согласно которым редкость капитала в развивающихся странах означает более высокую доходность инвестиций по сравнению с развитыми государствами, богатыми капиталом. Кроме того, демографические процессы приводят к тому, что по сравнению со стареющим населением развитых государств в развивающихся странах больше доля молодежи. Из этих исходных посылок делался однозначный вывод: более высокая доходность капиталовложений в развивающихся странах привлечет внимание глобальных инвесторов, а более высокие темпы занятости в них станут основой пенсий по возрасту, которые будут получать «старика» из развитых стран.

6. Спор двух Кембриджей о капитале

В то же время кембриджские дебаты о теории капитала убедительно показали невозможность установления обратного отношения между редкостью капитала и его доходностью. Более того, отсутствует сама возможность измерения производительности капитала, а значит, и степени его редкости. Вследствие этого исходные предпосылки мейнстрима лишаются теоретической поддержки. Выводы не подтверждаются ни фактами, ни опытом. Нет никаких эмпирических свидетельств того, что приток иностранного капитала приводит к увеличению внутренних инвестиций и темпов роста; прямые иностранные инвестиции не только не ведут к повышению нормы внутренних инвестиций, но под их влиянием возникает тенденция к росту внутреннего потребления и импорта. Действительно, обращение к истории позволяет предположить, что правилом были отрицательные чистые трансферты, а финансовые потоки в направлении развивающихся стран следует рассматривать как исключение. Например, участникам «Союза ради прогресса» не удалось согласовать трансферты капитала латиноамериканским странам, и общий их баланс был отрицательным. Аналогично развивались события в «потерянное десятилетие» (1980-е годы), а также после мексиканского и азиатского финансовых кризисов 1990-х годов. Следствием последнего стала политика защиты от кризиса 2000-х годов, принявшая форму накопления крупных валютных резервов. Она означала,

что трансферты получают США, поскольку резервы создавались посредством инвестиций в казначейские ценные бумаги нью-йоркского Федерального резервного банка.

7. Финансирование развития частным сектором и Понци-кризисы

После краха Бреттон-Вудской системы правила финансирования развития начал диктовать частный сектор; одним из следствий этого стали всё более частые финансовые кризисы в ряде развивающихся стран. Первоначально последние предпочитали частное финансирование внешних дефицитов, так как это позволяло избегать программ строгой экономии МВФ. Однако вскоре модель изменилась. Быстрый рост развивающихся стран притягивал иностранные деньги, направлявшиеся на финансирование растущего внешнего дефицита. Одновременно происходило реальное или номинальное удорожание национальных валют, что подрывало позиции внутренних производителей на международных рынках и вызывало дальнейшее ухудшение внешнего баланса. Следствием притока капитала был рост валютных резервов, воспринимавшийся инвесторами как более надежная подушка безопасности. Попытки центральных банков охладить экономику посредством повышения процентных ставок лишь ускоряли приток капитала, так как они открывали новый спекулятивный канал процентного арбитражирования. Иностранные инвесторы выигрывали от положительной разницы процентных ставок, а также получали дополнительную выгоду от повышения курса валют. Эти высокие доходы побуждали игнорировать беспрецедентные по своим значениям отрицательные сальдо по счетам текущих операций.

Если у инвесторов возникают сомнения в получении дохода, потоки капитала начинают двигаться в противоположном направлении. Изменяется и направление движения обменного курса, что вызывает банковский кризис, обусловленный валютными несоответствиями в балансах банков и балансах их клиентов. Финансовый кризис заменяет собой программы МВФ как механизм, восстанавливающий положительное сальдо по счету текущих операций (для создания отрицательных чистых трансфертов) посредством резкого спада экономической активности, в ходе которого происходит значительное падение импорта.

8. Решение Домара

Таким образом, гипотеза финансовой нестабильности Мински отрицает использование внешнего финансирования для целей развития, указывая, что оно, по существу, является финансированием

по схеме Понци. Об этом же некоторое время назад говорил Евсей Домар в ходе дискуссии об американской политике в послевоенный период. По его мнению, обращение к иностранным заемным средствам предполагает обслуживание долга: если страна рассчитывает финансировать свое развитие из иностранных заимствований, она должна обеспечить и обслуживание долга. Но в том случае, когда счет текущих операций является дефицитным, процентные платежи по уже имеющимся долгам могут осуществляться только из дополнительных заимствований. Поэтому Домар предложил следующее правило: дефицит по счету текущих операций, выраженный как доля ВВП, будет оставаться постоянным только тогда, когда увеличение иностранной задолженности происходит за счет новых заимствований по ставке равной или меньшей, чем ставка процента по имеющимся иностранным долгам [Domar, 1950]. Если немного задуматься, то мы неизбежно приходим к выводу, что решение Домара об обеспечении стабильности доли внешнего долга в ВВП полностью совпадает с условиями успешной схемы Понци! Но, как нам известно, такие схемы нестабильны по самой своей природе. Отсюда рекомендация Кейнса об ограничении иностранных заимствований посредством контроля над капиталом. Следует помнить, что условием стабильности процесса развития в длительной перспективе является трансформация структуры внутреннего производства, которая позволила бы обеспечить экспорт, достаточный для обслуживания долга. Таким образом, промышленная политика является необходимым элементом обеспечения адекватного фискального пространства в развивающейся стране. Мы приходим к выводу, что рост, финансируемый с помощью иностранных долгов, в конечном итоге приводит к периодическим финансовым кризисам, подрывающим мобилизацию внутренних ресурсов. Важно понимать, что и приток частных капиталов, и официальная помощь в интересах развития создают обязательства по обслуживанию долга в форме необходимой для этого иностранной валюты, порождаемой исключительно внешним избытком, то есть отрицательным чистым трансфертом ресурсов.

9. Политика Мински для развивающихся стран

Мински предлагает четкое и ясное объяснение проблем, возникающих в процессе традиционного финансирования развития. Он отмечает, что политическая альтернатива будет похожа на его предложения о внутренней политике. Мински особенно настаивает на положении, в соответствии с которым целью экономической политики должны быть не столько темпы экономического роста, сколько обеспечение занятости. Для него повышение темпов роста предпо-

лагает высокие уровни инвестиций, обязательным условием которых является иностранное или внутреннее финансирование. Высокая инвестиционная активность обуславливает всё большую хрупкость системы балансов. К росту занятости, как считает Мински, ведут не инвестиции, а потребление. Такая политика не требует иностранных заимствований. Эти его рекомендации распространяются и на международную сферу:

- использование внутренних ресурсов;
- ограничение иностранного финансирования;
- ограничение прямых иностранных инвестиций;
- развитие внутренней обрабатывающей промышленности;
- развитие экспортного сектора, необходимого для поддержки притока денежных средств.

10. Откуда будет поступать финансирование?

Возникает вопрос: если исключить иностранное финансирование, где взять средства, необходимые для развития? Ответ следует искать в развитии внутренних финансовых институтов. Еще в 1912 году Йозеф Шумпетер указывал на то, что финансирование инноваций должно быть основным делом банков страны, обладающих ничем не ограниченной способностью порождать покупательную способность в отношении отечественных товаров [Schumpeter, 1961].

Отличительной чертой монетарных теорий начала XX века, выдвинутых самыми разными экономистами: от Людвиг фон Мизеса, Фридриха фон Хайека и Альберта Хана до Джона Мейнарда Кейнса, Ральфа Хоутри и Денниса Робертсона, — было положение о порождении банками покупательной способности, означавшее, что инвестиции не могут быть ограничены внутренними сбережениями. Оно опровергает ту самую предпосылку, на которой основывается мейнстримная теория развития. Внутренняя финансовая система способна финансировать любой желаемый для нее уровень развития независимо от уровня частных сбережений.

Такая позиция в значительной степени совпадает с той, которая была сформулирована в предложениях Кейнса о создании Клирингового союза, и с его позицией на переговорах в Бреттон-Вудсе в 1944 году. Ее принятие означает автоматическое финансирование дисбалансов счетов текущих операций, когда нет необходимости в «десанте» МВФ и введении режима строгой экономии, отрицательно воздействующей на успешное развитие, или в финансовых кризисах, столь характерных для постсмитсоновской финансовой истории.

Литература

1. *Мински Х.* Стабилизируя нестабильную экономику / пер. с англ. Ю. Каптуревского; под науч. ред. И. Розмаинского. М.; СПб.: Изд-во Института Гайдара; Факультет свободных искусств и наук СПбГУ, 2017.
2. *Domar E.* The Effect of Foreign Investment on the Balance of Payments // *American Economic Review*. 1950. Vol. 40. No 5. P. 805–826.
3. *Fisher I.* The Stock Market Crash — and After. N. Y.: Macmillan Company, 1930.
4. *Kregel J.* Emerging Markets and the International Financial Architecture: A Blueprint for Reform // *Brazilian Journal of Political Economy*. 2015. Vol. 35. No 2. P. 285–305.
5. *Kregel J.* Rethinking Debt Sustainability in the Context of the Millennium Development Goals // *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*. 2006. Vol. LIX. No 242. P. 225–248.
6. *Kregel J.* The Effective Demand Approach to Economic Development // *Handbook of Alternative Theories of Economic Development* / E. Reinert, J. Ghosh, R. Kattel (eds.). Cheltenham, UK; Northampton, MA, USA: Edward Elgar Publishing, 2016. P. 504–518.
7. *Minsky H. P.* Global Consequences of Financial Deregulation. Wallenberg Forum on Financial Fragility and Global Growth. Working Paper. No 96. 1986. September.
8. *Minsky H. P.* Monetary Policies and the International Financial Environment. Hyman P. Minsky Archive. Paper No 377. 1983. May.
9. *Schumpeter J.* The Theory of Economic Development. Oxford: Oxford University Press, 1961.
10. *Viner J.* International Finance in the Postwar World // *Journal of Political Economy*. 1947. Vol. 55. No 2. P. 97–107.

Ekonomicheskaya Politika, 2018, vol. 13, no. 4, pp. 8-19

Jan KREGEL, Director of Research. Levy Economics Institute of Bard College (30, Campus Rd., Blithewood, Annandale-on-Hudson, NY, USA, 12504–5000).

E-mail: kregel@levy.org

Minsky and International Development Finance

Abstract

The paper discusses the application of Hyman Minsky's financial instability theory to open economy issues. It is claimed that the financially fragile nature of the present-day capitalist economy retains its key features regardless of how intense the country's interactions with the foreign sector are. The Minskian approach, as opposed to standard neoclassical development economics, provides the negation of external financing in developing countries by pointing out that it is, in essence, a Ponzi financing scheme. This result was confirmed by Evsey Domar in discussion of US policy in the post-war period. In fact, Domar's solution to produce stability of the external debt to GDP ratio represents conditions for a successful Ponzi scheme. Shortcomings of the traditional development theory are also stressed. In this approach, constraints on developing countries are identified as deficient domestic savings, scarcity of domestic resources and inadequate capacity to produce capital goods. Proposed measures to overcome these constraints and to increase domestic savings, external financing via bilateral grants and concessional lending through international institutions are criticized. In the global economy, Keynes's long-standing recommendation to use capital controls to limit foreign borrowing needs

to be reappraised. Economic development in that case should be financed using domestic financial institutions and stimulating employment in domestic manufacturing and export-oriented sectors.

Keywords: Hyman Minsky, financial instability, financial crises, development economics, open economy macroeconomics.

JEL: B22, E12, F41, O11.

References

1. Minsky H. *Stabiliziruya nestabil'nyuyu ekonomiku [Stabilizing an Unstable Economy]*. Moscow, St. Petersburg, Izd-vo Instituta Gaydara, Fakul'tet svobodnykh iskusstv i nauk SPbGU, 2017.
2. Domar E. The Effect of Foreign Investment on the Balance of Payments. *American Economic Review*, 1950, vol. 40, no. 5, pp. 805-826.
3. Fisher I. *The Stock Market Crash - and After*. N. Y., Macmillan Company, 1930.
4. Kregel J. Emerging Markets and the International Financial Architecture: A Blueprint for Reform. *Brazilian Journal of Political Economy*, 2015, vol. 35, no. 2, pp. 285-305.
5. Kregel J. Rethinking Debt Sustainability in the Context of the Millennium Development Goals. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 2006, vol. LIX, no. 242, pp. 225-248.
6. Kregel J. The Effective Demand Approach to Economic Development. In: Reinert E., Ghosh J., Kattel R. (eds.). *Handbook of Alternative Theories of Economic Development*. Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA, Edward Elgar Publishing, 2016, pp. 504-518.
7. Minsky H. P. Global Consequences of Financial Deregulation. *Wallenberg Forum on Financial Fragility and Global Growth, Working Paper*, no. 96, 1986, September.
8. Minsky H. P. Monetary Policies and the International Financial Environment. *Hyman P. Minsky Archive, Paper* no. 377, 1983, May.
9. Schumpeter J. *The Theory of Economic Development*. Oxford, Oxford University Press, 1961.
10. Viner J. International Finance in the Postwar World. *Journal of Political Economy*, 1947, vol. 55, no. 2, pp. 97-107.