

Экономическая теория

ФИНАНСОВАЯ НЕСТАБИЛЬНОСТЬ И ЭКОНОМИЧЕСКИЕ КРИЗИСЫ: УРОКИ МИНСКИ

Юлия ВЫМЯТНИНА, Вадим ГРИЩЕНКО, Всеволод ОСТАПЕНКО, Виктор РЯЗАНОВ

Юлия Викторовна Вымятнина —
кандидат экономических наук, декан факультета
экономики, Европейский университет
в Санкт-Петербурге (191187, РФ, Санкт-Петербург,
Гагаринская ул., 6/1, лит. А).
E-mail: yv@eu.spb.ru

Вадим Олегович Грищенко —
главный экономист департамента
денежно-кредитной политики, Банк России
(107016, РФ, Москва, Неглинная ул., 12).
E-mail: grishchenkovo@cbr.ru

Всеволод Михайлович Остапенко —
кандидат экономических наук, старший
преподаватель кафедры экономической
теории, СПбГУ (199034, РФ, Санкт-Петербург,
Университетская наб., 7–9).
E-mail: v.ostapenko@spbu.ru

Виктор Тимофеевич Рязанов —
доктор экономических наук, профессор,
заведующий кафедрой экономической теории,
СПбГУ (199034, РФ, Санкт-Петербург,
Университетская наб., 7–9).
E-mail: v.ryazanov@spbu.ru

Аннотация

В основу статьи положены материалы обсуждения русского перевода классической книги Хаймана Мински «Стабилизируя нестабильную экономику» (М.; СПб.: Изд-во Института Гайдара, 2017). Теоретическое наследие одного из наиболее ярких и неординарных представителей посткейнсианского направления рассматривается с различных, порой несовпадающих позиций. Выводы Мински о причинах финансовых потрясений, источниках перманентной нестабильности современных рыночных экономик и способах преодоления и предотвращения кризисов представляют особый интерес применительно к периоду Великой рецессии 2007–2009 годов и последующей фазы восстановления мирового хозяйства. Авторы доказывают релевантность ключевых положений книги в современных условиях, указывая в то же время на необходимость корректировки, дополнения, а иногда и пересмотра некоторых из них. В статье нашли отражение такие аспекты теории Мински, как соотношение экзогенной и эндогенной природы денег, тенденции финансиализации экономики и опасностей нарастания системной финансовой хрупкости, меры купирования финансовой нестабильности и смягчения кредитного цикла. Отдельно анализируются ограничения на пути реализации предложений Мински в области создания мегарегуляторов финансового рынка и рынка труда — «большого банка» и «большого правительства». Показано, что некоторые элементы подхода Мински интегрируются сегодня с наиболее передовыми макроэкономическими исследованиями, которые проводятся в ведущих университетах и под эгидой международных экономических организаций. Уделено внимание соотношению концепции кредитора последней инстанции Мински с практикой денежно-кредитной политики ведущих центральных банков мира на современном этапе. В статье также проводится сопоставление методологических позиций Мински и современного доминирующего течения макроэкономической теории, представленного новым неоклассическим синтезом. Особый акцент сделан на различиях двух подходов к обоснованию задач макроэкономической политики.

Ключевые слова: Хайман Мински, посткейнсианство, экономические кризисы, финансовые кризисы, макроэкономическая политика.

JEL: E12, E32, G01.

Текст подготовлен по итогам обсуждения книги [Мински, 2017], проходившего 27 октября 2017 года в рамках семинара «Экономика и культура» Центра исследований экономической культуры СПбГУ.

Рязанов В. Т. Перевод на русский язык и публикация фундаментального исследования Хаймана Мински — важное событие для российской экономической науки, поскольку позволяет более подробно познакомиться с альтернативными взглядами на современное состояние экономики одного из наиболее авторитетных экономистов-теоретиков. Хотя следует отметить, что он был и ранее знаком отечественным экономистам: одна из его статей была опубликована на русском языке еще в 1981 году в антологии зарубежной экономической мысли [Современная экономическая мысль, 1981]. Но одно дело статья, другое — серьезная монография, во всей полноте раскрывающая теоретические взгляды и практические рекомендации автора.

Книга привлекает к себе внимание прежде всего своей аналитичностью и критическим взглядом на современную экономику. Трудно оспорить утверждение, что одним из принципиальных изъянов современного мейнстрима экономической науки является недостаточная способность к точному предвидению и прогнозированию возможных вариантов экономического развития, не исключая наступления кризисов. Этот недостаток впечатляюще проявился в переоценке эффективности экономической политики, которая проводилась центральными банками и правительствами ведущих стран в период, предшествующий глобальной рецессии 2007–2009 годов, и обернулась просчетами в определении нарастающих рисков и угроз для поддержания стабильного роста экономики. Мински как раз был одним из тех немногих экономистов, чей теоретический анализ указывал на существующие угрозы, определяемые неустойчивостью самого устройства капиталистического хозяйства, эндогенно ему присущей, что делает кризисы регулярными и глубокими.

Наиболее слабое звено в этой системе, выявленное Мински, заключается в ее финансовом секторе (финансовой хрупкости), подверженном масштабным спекулятивным искажениям. Этот принципиальный вывод убедительно раскрыт и подкреплён соответствующими аргументами и примерами. По мнению автора, «финансовая нестабильность представляет собой глубоко укоренившуюся характеристику капиталистической экономики с изошренной финансовой системой» [Мински, 2017. С. 437]. Мировой кризис 2007–2009 годов в полной мере подтвердил такую оценку роли финансовой сферы. Важно отметить, что в книге Мински разработана не только теоретическая концепция функционирования современной модели экономики с доминированием финансового сектора, но и предложен пакет необходимых реформ, представленный в завершающих главах [Мински, 2017. Гл. 12, 13]. Если бы предложенные меры по реформированию были своевременно реализованы, то удалось бы если не избежать, то во всяком случае существенно ослабить масштаб кризисного падения.

В целом теоретическая позиция Мински и особенно его обоснование программы реформирования сложившейся капиталистической рыночной экономики заслуживают поддержки. Его взгляды и оценки полезны и для России — для более точного и обоснованного понимания природы современного капитализма.

Тем не менее предложенная американским экономистом теоретическая концепция вызывает определенные вопросы, и не со всеми теоретическими положениями можно согласиться. И это свидетельствует о новизне и творческом подходе автора, который стимулирует дальнейшее развитие разработанной им теории.

Прежде всего обратимся к исходному тезису об эндогенном характере денег, раскрывающему природу современной финансовой системы. Сама по себе идея эндогенности денежного предложения имеет глубокие исторические корни, связанные с давними дискуссиями о капиталотворческой способности кредита и, соответственно, банков. Еще в XVIII веке об этом велись споры и предпринимались попытки стимулирования экономического развития на основе создания коммерческими банками кредитных ресурсов. Одним из определений такой способности кредита стала предложенная английским экономистом Генри Маклеодом характеристика банка как «фабрики кредита». Стоит вспомнить и проект достижения всеобщего процветания за счет денежной эмиссии, инициированный Джоном Ло, который завершился оглушительным провалом.

Конечно, в современной рыночной экономике с ее замысловатым финансовым сектором, создавшим достаточно эффективные технологии, такая природа денег действительно подтверждается. В этом смысле можно понимать развиваемый автором книги тезис о том, что коммерческие банки способны создавать столько денег, сколько их нужно экономике.

Однако разве признание эндогенности денег отрицает наличие в них и экзогенной природы? Причем в самой позиции Мински по этому поводу можно видеть определенную противоречивость. Так, в главе, посвященной проблемам реформирования, он отмечает, что «правильное количество денег будет создаваться только в том случае, если банки будут финансировать исключительно товары, находящиеся в процессе производства» [Мински, 2017. С. 498]. Такое объяснение увязывается с задачей гарантировать существование неинфляционного предложения денег, но даже в этом случае важен учет внешних факторов, влияющих на денежную политику.

Более существенный вопрос возникает в связи с обоснованием причин, которые способствовали переходу современной финансовой сферы от стабильного состояния к фазе нестабильности. Мински достаточно точно указывает год, когда это произошло. По его мнению, это 1966 год — бум финансовых инноваций, а фактически — рас-

цвета спекуляций. При этом весьма примечательной представляется авторская аргументация. Он считает, что особенность финансовых инноваций и их отличие от технологических инноваций заключаются в том, что они «представляют собой практическое применение некоей идеи, и на них не распространяется патентная защита от подражателей» [Мински, 2017. С. 299].

Отсюда вытекают два следствия: во-первых, возможность стремительного распространения таких нововведений по всему финансовому — ныне глобальному — пространству. Это как раз то преимущество, которое дает дополнительные шансы для усиления позиции финансового капитала в его конкуренции с капиталом в реальной экономике. Во-вторых, на этой основе складываются ключевые предпосылки кризисных потрясений, объясняемые периодическим обострением проблемы нестабильности, которая «будет возникать снова и снова» [Мински, 2017. С. 441].

Приведенные аргументы важны, но ими не исчерпывается ответ на вопрос о причинах нестабильности в экономике. Есть и другие не менее важные поворотные точки в смене режима капиталистического хозяйствования, которые как раз подтверждают экзогенную природу денег. Возможно, именно по этой причине Мински на них не обратил внимания.

Речь идет о следующих важных событиях:

1971 год — отказ от золотодевизного стандарта, лежавшего в основании резервного статуса американского доллара и всей международной валютной системы;

1973 год — переход от политики фиксированных валютных курсов к политике плавающих валютных курсов;

1974 год — снятие ограничений на трансграничное движение капитала.

Можно привести и другие системные изменения, но они только дополняют роль внешних обстоятельств в их влиянии на серьезную трансформацию финансового сектора. В совокупности с мощным развитием финансовых технологий они преобразили «дизайн» финансовой сферы, существенным образом повлияв на модификацию экономической модели в направлении перехода к модели финансового капитализма.

Почему указанные меры в денежно-финансовой сфере имеют ключевое значение в понимании произошедшей трансформации экономики? Дело в том, что такого рода изменения открыли широкий простор для повсеместного распространения спекулятивных операций, которое было обусловлено утратой как экономико-правовых, так этических барьеров в их сдерживании.

Несколько наиболее ярких примеров. Так, среднедневной объем торгов валютой в мире достигает 4,5 трлн долл., а это уже превышает 1 квадрант в год. Для сравнения: ежедневный оборот валюты,

связанный с обслуживанием внешнеторговых операций с товарами и услугами, составляет 55 млрд долл., то есть чуть больше 1% от всего оборота валютных сделок. К этому следует добавить еще более масштабный объем операций на глобальном рынке ценных бумаг, оборот на котором достигает 7 трлн долл. в среднем за день.

Иначе говоря, погоня за краткосрочной прибылью превратилась в самоцель, поэтому основной поток накопленного капитала переключился на масштабную посредническую и спекулятивно-финансовую деятельность, возникающую вокруг как самых разных экономических активов (жилья, сырьевых товаров, золота и т. п.), так и постоянно совершенствующихся финансовых инструментов, включая и обеспеченные (акции, облигации, закладные и т. п.), и не имеющие никаких материальных оснований (деривативы). Результат закономерен — разрыв связи с реальным сектором экономики, который в облегченной версии можно интерпретировать как возникновение «финансиализации экономики», а по существу — как образование «параллельного мира» в хозяйственной деятельности людей, который всё больше приобретает черты иррациональности.

В этом контексте характеристика причин современной экспансии финансового капитала может быть содержательно дополнена обращением к теории другого крупного ученого — итальянца Джованни Арриги, который на основе тщательного анализа истории капиталистического хозяйства выявил предшествующие фазы наступления лидерства финансового капитала. В смене периодов господства производственно-торгового и финансового капитала проявляется общее свойство цикличности, которое в равной степени относится к чередованию конкурирующих друг с другом форм капитала. Поэтому обращение к более глубокой истории расширяет представление о современной версии доминирования финансового капитала и возможности его преодоления.

Исследуя изменения и нововведения в финансовой сфере, которые вызревали в капиталистической экономике с середины 1960-х годов, Мински, оставаясь на позиции объективного аналитика, не раз подчеркивал их благотворное влияние на возможность поддержания экономического роста. Отсюда двойственность его позиции. С одной стороны, банковская деятельность и финансовая сфера «могут оказаться силами, в высшей степени разрушительно воздействующими на нашу экономику». С другой — их гибкость и чувствительность к потребностям бизнеса «является необходимым условием динамичного развития капитализма» [Мински, 2017. С. 382]. Наверное, если бы американский экономист дожил до наступившего в конце 1990-х годов «бала финансовых вампиров», его аналитика приобрела бы более критичный характер.

Что касается критики модели спекулятивно-финансовой экономики, то она в полной мере присутствует в разделе, посвященном обоснованию необходимости ее реформирования. Полезность пред-

лагаемых мер, как уже ранее отмечалась, не вызывает сомнения, но применительно к тому периоду, когда они были сформулированы. Для настоящего времени, особенно с учетом масштабности прошедшего мирового кризиса, таких мер явно недостаточно для восстановления устойчивости и динамизма экономической системы.

Об этом свидетельствует рекордный по своему масштабу объем денежных ресурсов, потраченных на преодоление последствий кризиса, однако таким путем не удалось устранить высокие риски и угрозы нового кризиса. Стимулирующая макроэкономическая политика привела к значительному росту долгов, совокупная величина которых почти в три раза превышает величину мирового ВВП. К примеру, в США, для того чтобы увеличить ВВП страны на 1 долл., надо увеличить долговое финансирование почти на 5 долл. Можно утверждать, что экономика развитых капиталистических стран опутана долгами, а все экономические агенты являются должниками.

Другим результатом сделанных денежных инъекций стало то, что они в значительном объеме ушли не на поддержку сферы реальной экономики, а оказались в той же самой финансовой сфере, обвал которой породил кризисное потрясение мировой экономики. Поэтому спекулятивные приоритеты в деятельности финансовых институтов фактически сохранились, что неудивительно с точки зрения высокой прибыльности такого рода операций. Всё это отражается в набухании очередных спекулятивных пузырей, схлопывание которых с неизбежностью приведет к новому кризису.

Это означает, что меры по ужесточению регулирования финансовой сферы, предлагаемые Мински, полезны, но уже малоэффективны. Требуется более радикальный подход к ее реформатированию, который можно назвать социализацией финансов. В этой связи стоит напомнить, что Джон Мейнард Кейнс, раскрывая ограниченные возможности рыночного саморегулирования в кризисный период, утверждал, что в таких обстоятельствах государство вынуждено «брать на себя большую ответственность за прямую организацию инвестиций», которую он называл «социализацией инвестиций».

Идея социализации финансов развивает подход Кейнса — Мински, предлагая превратить один из сегментов финансовой сферы в институт, работающий не на основе кредитно-долгового механизма, а в режиме соинвестирования. Это означает, что такие финансовые организации (банки) участвуют в финансировании хозяйственной деятельности не как кредиторы, а как соинвесторы. Соответственно, их доход выступает не в виде процента, а как часть прибыли от инвестиций.

Понятно, кто в таком регулировании не заинтересован. Однако следует иметь в виду, что определенный опыт разграничения в деятельности банков существует. Достаточно вспомнить закон Гласса — Стиголла, принятый в 1933 году, который ограничил возможность спекулятивных

операций в финансовой сфере и тем самым оздоровил ее. Не случайно, что отмена данного закона в 1999 году разрушила установленные барьеры в финансовой сфере, придав сильный импульс формированию спекулятивно-финансовой модели экономики. Попутно отмечу, что Мински специально роль этого закона не анализирует. Более того, он критически оценивает саму идею разграничения банков [Мински, 2017. С. 343]. С такой его позицией вряд ли следует согласиться.

В настоящее время в хозяйственной практике развивается проектное финансирование, которое можно рассматривать как уже проверенный пример реализации программы социализации финансов. Действие в этом направлении дает шанс усмирить неоправданную финансовую экспансию, а значит, стабилизируя нестабильную экономику, взять курс на преодоление рыночной нестабильности.

В заключение подчеркну, что затронутые вопросы касаются лишь небольшой части фундаментального исследования Хаймана Мински. В книге можно найти еще много интересных и содержательных идей, которые имеют самое непосредственное отношение к осмыслению современной капиталистической экономики и ее перспектив. Не будет большим преувеличением сказать, что данное исследование с достаточным основанием можно отнести к числу классических работ по экономической теории. Уверен, что эта замечательная книга не останется незамеченной, а время на ее изучение не будет потрачено напрасно.

Вымятнина Ю. В. Сложно обсуждать книгу, которая была написана некоторое время назад в совершенно иных условиях. Как было справедливо замечено в предыдущем выступлении, часть ее положений нуждается в развитии и реформировании. Мински рассматривал кредит прежде всего как двигатель инвестиционной активности фирм, причем инвестиции он понимал главным образом как инвестиции в реальный сектор экономики. Между тем в современной экономике важную роль играет также кредит потребительский, а большая доля инвестиций приходится на финансовые активы. Идеи Мински в этом направлении особенно активно развивались сразу после наступления финансового кризиса 2007–2009 годов (см.: [Assenza et al., 2010; Nasica, 2010; Wray, 2009]). Хотя Мински рассматривал крупнейшую экономику своего времени, он в своей книге практически не уделял внимания вопросам открытой экономики, эти вопросы были рассмотрены позднее¹. Таким образом, основные идеи Мински, высказанные в этой работе, применимы к самым различным ситуациям и активно развиваются его последователями, а в последнее время вошли в стандартный набор объяснений причин возникновения финансовых кризисов. Поэтому я постараюсь остановиться лишь на

¹ См., например: [Arestis, Glickman, 2002].

некоторых, довольно частных, соображениях, которые у меня возникли в связи с прочтением русского издания книги «Стабилизируя нестабильную экономику».

В первую очередь хотелось бы отметить то, что остается актуальным и на что обращают внимание самые разные исследователи по результатам анализа последнего глобального кризиса, — это необходимость воссоединить финансы и макроэкономику, признать (или вспомнить), что деньги — важная часть макроэкономических процессов. В этом контексте мне кажется очень интересным следующий тренд: безотносительно маркировки «ортодоксальный/неортодоксальный» можно заметить, что в центробанках различных стран, Банке международных расчетов, МВФ всё чаще появляются исследования, которые выходят за рамки ортодоксальной позиции. Здесь можно выделить целый ряд работ, ориентированных на выявление и анализ финансовых циклов и их связь с экономическими циклами: [Berkes et al., 2012; Borio, 2014; Borio, Lowe, 2002; Claessens et al., 2011a; 2011b; Kongsamut et al., 2017; Mendoza, Terrones, 2012], и этот список можно продолжить. Учитывая этот тренд, я не удивлюсь, если развитие новых исследований на стыке макроэкономики и финансов будет происходить прежде всего в сфере и под эгидой центральных банков.

Далее следует отметить, что подход Мински к непроизводственному персоналу (*overhead labor*) очевидным образом должен быть изменен в связи с тем, что изменилась структура экономики. Экономика (в первую очередь развитых стран, хотя и развивающиеся стремительно приближаются к этой модели) всё в большей степени опирается не столько на привычные капитальные активы, сколько на активы, связанные с интеллектуальной собственностью. С учетом этого по крайней мере часть менеджеров (и всё более значительную) можно относить к категории производственного персонала, поскольку они теперь непосредственно участвуют в производстве продукта. В то же самое время меняется и само понятие производственного персонала, работа которого всё больше теряет связь с количеством производимого продукта и всё больше соотносится с управлением оборудованием, нежели непосредственно с производством.

Это перекликается с вопросом, который в последние годы активно обсуждается на разных уровнях и в различных аспектах, — о необходимости изменения системы статистических индикаторов. Не исключено, что пора задуматься о возможности обобщения понятия капитала — и как статистической категории, и как условной переменной, входящей в производственную функцию в экономических моделях, — таким образом, чтобы капитал включал и человеческий капитал, отражал уровень накопленных в экономике знаний. Либо же человеческий капитал должен быть интегрирован в переменную труда, трудовых ресурсов, рассматриваться как ее неотъемлемая составная часть.

Следующий интересный вопрос, возникающий при чтении книги Мински, связан с тем, что в ней обсуждаются вопросы ценообразования на примере отдельных фирм, но при этом без какого-либо дополнительного обсуждения совершается переход к вопросу о том, как устанавливается уровень цен на отдельные категории товаров в целом. Вообще говоря, это очень разные вещи. В разных отраслях цены могут расти или падать в одно и то же время — меняются технологии, структура издержек, регулятивные нормативы, налоги. В результате на одни группы товаров, например потребительские, цены в среднем могут снижаться, тогда как на другие, например инвестиционные, — расти. Изменение структуры издержек и цен на конечную продукцию одной фирмы и даже одной отрасли ничего не говорит нам об изменении общего уровня цен в экономике. Более того, постоянно происходит изменение структуры экономики, сфера производства в развитых странах всё больше вытесняется сферой услуг.

Этот вопрос снова возвращает нас к необходимости пересмотра некоторых статистических показателей, в частности распределения производимых товаров и услуг по отраслям, а также выделения наиболее значимых для экономики отраслей для оперативного наблюдения. Не исключено, что пора и в этой части обновить статистическую методологию. Сейчас, например, в качестве оперативного показателя состояния экономики Росстат ориентируется на динамику выпуска пяти базовых отраслей: добыча полезных ископаемых; обрабатывающие производства (целая группа отраслей); обеспечение электрической энергией, газом и паром, кондиционирование воздуха; строительство; торговля и услуги. Такой выбор показывает, что Росстат стремится охватить максимально большое количество отраслей экономики, однако у этого есть и своя «цена» — длительность обработки данных опросов и отчетов, которая составляет месяц при квартальной периодичности данных. Можно предложить опробовать оперативный подход — анализ данных в сфере недвижимости. Все сделки проходят обязательную регистрацию, что позволяет их достаточно быстро отслеживать. Более того, недвижимость — интегрированная сфера, которая включает, с одной стороны, новое строительство, то есть весьма капиталоемкую отрасль, а с другой — сегмент вторичного жилья, на котором оказывается услуга по нахождению подходящего контрагента и передаче прав собственности. Заметим, что анализ рынка недвижимости является неотъемлемой частью исследований финансового цикла, поскольку недвижимость — один из важнейших активов. Финансовые активы включаются в финансовый цикл не всегда — как в силу технических причин (высокая корреляция с другими показателями, входящими в финансовый цикл), так и в силу неразвитости финансовых рынков во многих странах.

Возвращаясь к анализу, проводимому Мински, отмечу, что ему, видимо, не хватало понимания того, что существуют потребительские предпочтения, которые также могут меняться. Это дополнительный фактор, провоцирующий неожиданные изменения цен. В наше время потребительские предпочтения меняются очень быстро, многие технические новинки морально устаревают задолго до того, как изнашиваются физически, поэтому данный фактор следует непременно учитывать в анализе динамики инфляции и макроэкономической ситуации в целом.

Это подводит нас к еще одному моменту, который хотелось бы отметить. Мински не задумывался о том, что вклад в инфляционные процессы может вносить динамика численности и структуры населения. Сейчас появились исследования (правда, пока противоречивые), согласно которым стареющее население провоцирует дефляцию (см., например: [Anderson et al., 2014; Yoon et al., 2014]; противоположные результаты можно найти в работе [Juselius, Takáts, 2015]). Это чрезвычайно интересно и означает, что существуют и другие, ранее не рассматривавшиеся факторы, которые следует учитывать при выработке и проведении денежно-кредитной политики. Таким образом, если встроить в макроэкономические модели динамику населения, включая его возрастную численность и продолжительность жизни, а также изменяющиеся предпочтения этого динамически меняющегося населения, мы получим гибкую и более реалистичную (но крайне сложную в оценке) модель, способную дать более релевантные оценки происходящих процессов.

В заключение я бы хотела обсудить применение идей Мински к российской специфике. Мински подчеркивал, что для возникновения нестабильности необходимо, чтобы центробанк позволял закрепляться таким финансовым практикам, следствием которых становится накопление финансовой нестабильности. А достаточным условием является наличие «большого правительства», то есть правительства, готового за счет вмешательства в экономику скорректировать ниспадающую фазу экономического цикла. Мне представляется, что еще более дестабилизирующее влияние оказывает наличие такого «большого правительства», которое вмешивается в инвестиционные решения посредством прямых инвестиций, посредством создания и управлениями госкомпаниями и т. д. В этом случае мы имеем ситуацию, когда значительная часть инвестиционных решений не обоснована с точки зрения ожидаемой в будущем прибыли, но осуществляется и финансируется под гарантии государства на базе самых разных соображений — от «поддержим это предприятие, потому что оно является градообразующим в моногороде, иначе мы получим социальную нестабильность» до идей, что Россия обязательно должна провести Олимпиаду в Сочи, чемпионат мира по футболу и т. п. В этих случаях тот факт, что подобные инвестиции не оку-

пятся, становится очевидным уже позднее и, как правило, публично не обсуждается с целью корректировки последующих решений. По моему мнению, в этом смысле «большое правительство» может не только помогать смягчать последствия проблемных ситуаций, но наоборот — в случае государственного капитализма или большой доли участия государства в экономике дополнительно усиливать присутствующую нестабильность. Тем самым идеи Мински указывают на необходимость анализа государственного присутствия в экономике и определения его оптимальных размеров.

Грищенко В. О. Мне очень приятно участвовать в таком мероприятии и воздать должное Хайману Мински и его влиянию на современную теорию. Посткейнсианство я начал изучать еще будучи студентом. И первая работа, которую я прочел, была статья Ивана Розмаинского, посвященная творчеству Мински [Розмаинский, 2009]. Говоря непосредственно о книге [Мински, 2017], я хотел бы остановиться на двух ключевых идеях. Это эндогенность денежного предложения и кредитор последней инстанции. На основе своего, в том числе центробанковского, опыта мне бы хотелось обсудить применимость выводов из книги к анализу явлений современной жизни.

Дискуссии о том, является ли денежное предложение экзогенным или эндогенным, идут уже не одно столетие. В XIX веке они протекали в условиях металлического денежного обращения. За экзогенность денежного предложения, то есть за то, что оно формируется денежными властями, выступали сторонники количественной теории (впоследствии эту точку зрения поддерживали монетаристы). Им противостояли сторонники теории реальных векселей (*real bills doctrine*). Теорию экзогенного денежного предложения мы все хорошо знаем, она вошла во все учебники. До сих пор считается, что центральный банк, контролируя объем банковских резервов, может управлять и денежной массой, за счет того что банки поддерживают отношение между этими двумя показателями (денежный мультипликатор) стабильным. Основным контраргументом сторонников эндогенных денег в период металлического денежного обращения был так называемый закон оттока (*the law of reflux*). Суть его заключается в том, что если банки создадут денег больше, чем нужно, то лишние деньги вернутся в банки обратно. Как это может происходить? Например, быстрее начнут погашаться ранее выданные кредиты. На основании этого утверждалось, что денежное предложение вторично, а не первично, то есть эндогенно, а не экзогенно. Таким образом, система саморегулируется, сама решая, сколько денег ей нужно. С переходом к неметаллическим денежным стандартам исчез металлический «якорь», и старый закон оттока, разработанный специально для условий металлического обращения, стал выглядеть

весьма сомнительно. Тем временем количественная теория денег возникла в форме монетаризма. Основной тезис у Милтона Фридмана был следующий: когда нет металла, необходимость регулировать денежное обращение извне, то есть экзогенно, наоборот, возрастает, и центральный банк должен этим заняться тем более.

Заслуга Мински, по моему мнению, состоит в том, что он как бы открыл «новый закон оттока», который заключается в следующем. Если банк выдаст кредит и он в процессе платежа перетечет в другой банк, то резервы из банковского сектора никуда не денутся, они останутся в нем. И первый банк, испытывающий нехватку резервов, не будет сворачивать кредитование (как подразумевается в теории экзогенного денежного предложения), а выйдет на межбанковский рынок и возьмет кредит буквально у этого же второго банка, у которого эти резервы теперь избыточные, лишние. Мински говорил, что это стало возможно благодаря финансовым инновациям. И действительно, раньше, до 1950–1960-х годов, подобные операции не были распространены. С того момента, когда начинает работать «новый закон оттока», банки уже не ограничены резервами в своей кредитной активности, мультипликатор исчезает, а центральный банк лишается способности управлять денежной массой через банковские резервы. Мы находим этому подтверждение в современной практике. С 1990–2000-х годов мейнстримом центробанковского дела стало постепенное признание эндогенности денежной массы. Монетаристский эксперимент начала 1980-х годов, как известно, провалился (тогда Федеральная резервная система пыталась определить понятие «резервов» так, чтобы можно было через них управлять денежной массой, но не преуспела в этом). Сейчас центральные банки развитых стран уже не пытаются управлять денежной массой и воздействуют на экономику через процентные ставки. Итак, мы видим: то, о чем писал Мински в конце 1950-х годов, стало нашей повседневной реальностью.

Теперь о второй идее — концепции кредитора последней инстанции. Мне кажется, это одна из центральных тем книги. Мински следовал за Кейнсом, увидевшим причину экономических циклов в колебаниях инвестиций. Но Мински пошел дальше, акцентируя внимание на том, как финансируются эти инвестиции. Эта тема развивается у него в рамках доктрины кредитора последней инстанции. Трактовка Мински сильно отличается от классической концепции, которая оформилась в XIX веке. Главными задачами кредитора последней инстанции согласно мейнстримным представлениям были не только обеспечение финансовой стабильности, но и поддержание стабильных темпов прироста денежной массы. Основные положения классической концепции кредитора последней инстанции: (1) рефинансирование лишь финансово здоровых в прочих отношениях банков по штрафным ставкам и под хорошее обеспечение; (2) предоставление ликвидности *post factum* для спасения системы в целом, а не

отдельных банков; (3) экстренный (нерегулярный) характер рефинансирования — в долгосрочной перспективе ориентация на поддержание постоянных темпов прироста денежного предложения; (4) объявление «правил игры» заранее. Возможно, это было большим шагом вперед. Но предотвратить новые кризисы не удалось, что особенно хорошо видно на примере Великой депрессии, когда все упомянутые идеи уже были прекрасно известны. Мински понял, что рефинансирование — само по себе мощнейший инструмент — используется в данной доктрине в урезанном виде. По мнению Мински, рефинансирование — незаметный, но в то же время стержневой процесс в капиталистической экономике, основанной на кредите. Рефинансирование не только делает долги стабильнее, оно повышает их ликвидность до такой степени, что они становятся не отличимы от денег. Указав на важность рефинансирования, Мински пересматривает его принципы. Он утверждает: (1) цель остается прежней — решить проблемы банков с ликвидностью, но ставка должна быть не наказанием, а субсидией для близкого к несостоятельности банка; обеспечение же зависит от конкретной ситуации; (2) рефинансирование должно гарантироваться центральным банком, в результате необходимость в финансовых инновациях, расшатывающих экономическую систему, отпадет; (3) рефинансирование должно иметь регулярный характер (свободный доступ к дисконтному окну), что позволит лучше контролировать банки.

Как всё это соотносится с современной практикой центральных банков? Если мы говорим о кризисных условиях, можно упомянуть действия ФРС в острую фазу глобального финансового кризиса 2007—2009 годов, когда в течение короткого времени банкам была предоставлена необходимая ликвидность и денежные рынки снова заработали. Если же говорить о «спокойных временах», то принципы современной концепции выглядят так. Центральный банк на регулярной основе проводит операции с банками либо предоставляя им необходимую ликвидность, либо изымая ее, для поддержания ставок денежного рынка на необходимом уровне. Доступ к рефинансированию, в соответствии с чаяниями Мински, стал свободным (при наличии хорошего обеспечения) — любой банк может обратиться к центральному банку за кредитом, и тот ему не откажет (идея stigma уходит в прошлое). Кроме того, разница между рефинансированием и операциями на открытом рынке в этих условиях во многом стирается. Если уж ЦБ не управляет объемом резервов, а подстраивается к потребностям банков, то, в сущности, какая разница, через какие инструменты это будет сделано? Тем более что они почти идентичны по экономической сути: сравните, например, ломбардные кредиты и репо либо валютный своп. Что же касается инфляционной угрозы, то современные центральные банки не видят рисков для инфляции в полном удовлетворении спроса банков на ликвидность, если это не отражается на ставках в эконо-

мике. Правда, не исключены инфляционные последствия в случае массовых выплат пострадавшим вкладчикам.

Таким образом, работа Хаймана Мински 1986 года в определенной мере предвосхищает те практики, которым следуют сегодня современные центральные банки.

Остапенко В. М. В продолжение обсуждения хотелось бы осветить два сюжета. Один из них связан с соотношением методологических позиций Мински, посткейнсианства в целом и мейнстрима, а второй касается предложений автора книги в области экономической политики.

Работы Мински далеки от макроэкономической ортодоксии в ее современном понимании по нескольким причинам. Во-первых, ключевая характеристика нового неоклассического синтеза заключается в базировании на строгих микрооснованиях макропроцессов [Goodfriend, King, 1997]. Наличие теоретической модели, включающей максимизирующего межвременную полезность репрезентативного потребителя, максимизирующую прибыль репрезентативную фирму, а также разные предпосылки в отношении гибкости цен и структуры издержек на рынках конечной и промежуточной продукции, отражает принадлежность к мейнстриму, несмотря на всю условность термина. Хайман Мински и другие посткейнсианцы с их методологическим стандартом использования агрегированных функций и выведения *ad hoc* взаимосвязей находятся на противоположном полюсе.

Анализ макроэкономической динамики на основе моделей соответствия запасов и потоков (Stock-Flow Consistent modelling, SFC), уходящий корнями в ранние работы Мински [Minsky, 1982], а также других известных исследователей, включая Джеймса Тобина и Уинна Годли², предполагает использование простейшего тождества национальных счетов и учет секторальных балансов. Согласно данному подходу сумма чистых сбережений частного и государственного секторов для отдельной страны должна быть равна чистым сбережениям внешнего сектора со знаком минус. SFC-подход в действительности имеет некоторые преимущества по сравнению с DSGE-моделированием в мейнстриме. Например, возможность интегрировать соотношения финансовых активов и обязательств разных секторов в качестве детерминанта совокупных расходов и производства или эксплицитное задание центральной роли кредитных ресурсов и финансовой системы. Однако, несмотря на все достоинства, столь высокий уровень агрегации зачастую подвергается обоснованной критике. Главный аргумент противников такого рода подхода к проведению макроэкономических исследований состоит в констатации отсутствия поведенческой составляющей. *Ad hoc* модели, используемые сегодня посткейнсиан-

² См. подробнее: [Godley, Lavoie, 2007; Nikiforos, Zezza, 2017].

цами, для экономистов мейнстрима представляются в лучшем случае наукой середины прошлого века. Более того, без бихевиористского контента балансовый SFC-анализ удивительно далеко отстраняется от фундамента, заложенного Кейнсом. Ведь именно акцент на роли неформализуемых и часто иррациональных «волн оптимизма и пессимизма» при принятии инвестиционных и потребительских решений в условиях радикальной неопределенности отличал позицию самого Кейнса от точки зрения его оппонентов неоклассического направления. Нельзя, конечно, забывать, что мейнстрим также отбросил эту сторону кейнсианского учения, сделав акцент сначала на функциональных взаимосвязях (Джон Хикс, Элвин Хансен, Пол Самуэльсон), а затем — на микроэкономическом фундаменте принятия макрорешений рациональными репрезентативными агентами (Роберт Лукас), что справедливо критикует в своем труде Мински: «Современная теория превращает экономику в безжизненную арену, на которой обезличенные агенты играют в абстрактные игры с проведением аукционов или перезаключением контрактов. В нашем мире несовершенных знаний и неточных действий стандартный теоретический анализ постулирует либо совершенные знания, либо фантастические вычислительные мощности» [Мински, 2017. С. 152]. Думаю, можно утверждать, что в макроэкономической теории на сегодняшний день ортодоксия и гетеродоксия практически не имеют точек соприкосновения во многом из-за разных методологических установок в отношении потенциала построения агрегированных функций.

Во-вторых, новый неоклассический синтез целиком базируется на подходе общего равновесия. К примеру, в одной из недавних научно-популярных монографий, дающих представление о том, что собой представляет современная макроэкономика, около половины текста посвящено проблеме достижения вальрасианского равновесия и использованию модели Эрроу — Дебрё — Маккинзи при проведении макроэкономических исследований [Athreya, 2013]. «Видение экономики как системы динамического равновесия, отличающегося от Парето-оптимума в силу жесткости цен (и, возможно, других провалов рынка)» называет в качестве ключевой характеристики доминирующего DSGE-подхода Грегори Мэнкью [Мэнкью, 2009. С. 97]. Равновесная парадигма предполагает существование некой стационарной точки или стационарной траектории, к которой должно сходиться решение теоретической модели. Соответственно, объяснение экономических циклов в мейнстриме до сих пор преимущественно строится в ключе «импульс — распространение». Наличие внутренней тяги к равновесию (оставляя за скобками вопрос, насколько это равновесие действительно совпадает с общественным оптимумом) означает, что лишь экзогенные по отношению к параметрам модели внешние шоки могут вытолкнуть экономику в фазу (временного) отклонения от долгосрочного тренда.

Что касается Мински и посткейнсианства в целом, то вся рецензируемая книга пропитана духом имманентной нестабильности капиталистической экономики. Таким образом, вторым важнейшим фактором, отличающим работы Мински от макроэкономики мейнстрима, является описание современных экономических систем как внутренне неустойчивых и не имеющих тенденции к автоматическому восстановлению равновесия. Ключевой задачей книги видится доказательство фундаментальной неравновесности рыночной экономики, даже если временами она находится в состоянии мнимой «стабильности». Более того, именно период стабильности, по Мински, и способствует ослаблению восприятия риска, увеличению кредитной нагрузки в экономике, нарастанию спекулятивных форм финансирования инвестиций с их последующим переходом в Понци-стадию и т. п.

Подвергая критике доминирующую в макроэкономических исследованиях ортодоксальную позицию, Мински описывает ее как «экономическую теорию капитализма без капиталистов, капитальных активов и финансовых рынков» [Мински, 2017. С. 175]. При этом концепция цикла самого Мински кажется, с одной стороны, убедительно реалистичной (вспомним характеристику начала Великой рецессии в мировой экономике в 2007–2008 годах как «момента Мински»), но с другой — достаточно легковесной. Дело в том, что она базируется на некоторых социально-психологических предпосылках, не позволяющих строго говорить о детерминантах глубины рецессий или их продолжительности. Ключевой элемент в объяснении смены периодов стабильности и нестабильности — оптимизм инвесторов. Упрощая, Мински рассуждает следующим образом: по какой-то причине инвесторы сначала оптимистично оценивают состояние экономики, цены на активы растут, затем оптимистичные ожидания реализуются, наблюдается рост леввериджа, переход к инвестированию в максимально рискованные инвестиционные проекты, повсеместное нарастание долговой нагрузки. И в итоге после прохождения поворотной точки оптимизм агентов начинает идти на спад, цены на активы начинают снижаться, запуская начальную стадию финансового кризиса. Иными словами, оптимизм инвесторов сопряжен с уровнем цен на активы. Но Мински эксплицитно не объясняет, что в такой схеме первично. Это чрезмерно оптимистичное восприятие ситуации экономическими агентами вызывает бум цен на активы или, наоборот, позитивные тенденции финансового рынка стимулируют излишний оптимизм инвесторов? На мой взгляд, это важнейший вопрос для понимания всей концепции кризисов Хаймана Мински, и прямого ответа на него в книге не дается. В этом же ряду смежные вопросы: какие механизмы развития работают в экономике на фазе бума, предшествующей «моменту Мински», кроме положительного восприятия текущих тенденций инвесторами? Чем характеризуется переход к пе-

риоду экспансии, кроме того факта, что государство в лице «большого банка» и «большого правительства» приняло правильные меры по восстановлению финансовой стабильности и поддержанию уровня совокупных расходов на стадии предыдущего кризиса³? Как мне представляется, из книги Мински мы практически ничего не узнаём о факторах динамики макроситуации на фазе подъема, кроме того, что она сопровождается «расширением спекулятивного финансирования позиций и внешнего финансирования инвестиций» [Мински, 2017. С. 336]. Критикуя акцент Мински на психологическом объяснении кризисных триггеров, замечу, что сегодня существуют интересные и достаточно продуктивные попытки включить этот психологизм в модели мейнстрима. Можно сослаться, к примеру, на работы Роджера Фармера, в которых ожидания и представления инвесторов о макроэкономической ситуации и их убежденность в реализации позитивного или негативного сценариев, то есть всё то, что Кейнс называл иррациональным началом (*animal spirits*), формализованы в виде «функции убеждений» (*beliefs function*), что позволяет на строгом модельном уровне выделять детерминанты кризисных процессов [Farmer, 2012; 2013].

Переходя к разговору о предложениях Хаймана Мински в области экономической политики, подчеркну ключевое отличие его идей от конвенционального подхода к макростабилизации в рамках мейнстрима. В новом неоклассическом синтезе дизайн макроэкономической политики строится вокруг подхода *leaning against the wind*, то есть в идеале она должна проводиться в противофазе к динамике ВВП и занятости. Основные цели макроэкономического регулирования, согласно представителям мейнстрима, заключаются в поддержании ценовой стабильности и минимального разрыва выпуска⁴. Такая трактовка задач антициклических мероприятий радикально противоречит позиции Мински, считавшего, что макроэкономическое регулирование должно быть направлено на перманентное поддержание (макро) финансовой стабильности и максимальной занятости, причем приоритет он отдает инструментам постоянного действия, которые фактически определяют допустимый диапазон циклических колебаний.

Центральный банк в трактовке Мински имеет сугубо косвенное влияние на инфляционные процессы в силу эндогенного характера денежного предложения. Поэтому ключевая миссия монетарного регулятора в современной денежной экономике — контролировать финансовые рынки и обеспечивать их стабильность. Главная функция «большого банка» — кредитора последней инстанции — должна выполняться одновременно для предотвращения сползания

³ См. подробнее: [Prychitko, 2010].

⁴ См., например: [Mankiw, Weinzierl, 2011].

экономики в спираль «долг — дефляция» в ходе рецессий и для создания нижней границы уровня цен активов, то есть для предотвращения панических распродаж (*fire sales*) [Мински, 2017. С. 71–74]. Макропруденциальная политика, *ex ante* меры регулирования для предотвращения чрезмерного накапливания долгов не настолько принципиальны в подходе Мински, как прямое финансирование коммерческих банков для недопущения разворачивания кризиса. В этом смысле отказ Федеральной резервной системы спасти *Lehman Brothers* в сентябре 2008 года наверняка жестко (и во многом справедливо) критиковался бы Хайманом Мински.

В сфере фискальной политики главная идея современного посткейнсианства, вслед за Мински, — полноценные программы прямого создания рабочих мест, формирование абсолютно эластичного спроса на труд для определения нижней границы уровня заработной платы⁵. Управление совокупным спросом и стабилизация экономики в соответствии с величиной естественного уровня безработицы как традиционные рецепты макроэкономического мейнстрима имеют мало общего с рассмотрением правительства как работодателя последней инстанции. Ужесточение денежной политики и переход к бюджетной консолидации в период подъема для предотвращения перегрева, обеспечивающие мнимую стабильность, на самом деле способствуют последующей дестабилизации. Подход Мински подразумевает, что макроэкономические инструменты правительства и центрального банка при их использовании исключительно для купирования острой фазы рецессии будут лишь провоцировать дальнейшую нестабильность. Характеризуя свою концепцию «большого правительства», Мински подчеркивает, что оно обязано перманентно поддерживать экономику на уровне максимальной занятости, выступая активным регулятором как на рынке труда, так и на финансовом рынке. При этом, когда кризисы всё же происходят, роль бюджетных рычагов трудно переоценить: во второй главе книги прекрасно показано, как механизмы «большого правительства» предотвратили падение уровня прибыли частного сектора в ходе рецессии 1974–1975 годов.

Оставляя в стороне вопрос о реалистичности предложений Мински в сфере макроэкономической политики, отмечу лишь отсутствие в рецензируемой книге рецептов борьбы с недобросовестным поведением агентов, которые включают возможное финансирование со стороны регуляторов в свои ожидания и будут наращивать степени риска в собственных инвестициях.

Подводя итог, подчеркну, что труды Хаймана Мински — это, безусловно, одна из ключевых вех в истории макроэкономиче-

⁵ См. подробнее: [Tcherneva, 2014].

ской теории. В самой цитируемой фразе Мински «стабильность порождает нестабильность» зачастую можно увидеть больше смысла и блестящей экономической интуиции, чем в целых работах некоторых авторов, написанных на тему цикличности, теории конъюнктуры и т. п. Не будет преувеличением сказать, что вся современная ортодоксия (новый неоклассический синтез) вышла из Лукаса, а вся посткейнсианская гетеродоксия основана именно на работах Мински. Его теоретический подход не лишен определенных изъянов и спорных моментов, но однозначно привлекает своей открытостью, оригинальностью и достаточно большим объяснительным потенциалом в отношении финансовых кризисов современности.

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. *Мэнкью Н. Г.* Макроэкономист как ученый и инженер / пер. с англ. С. Шур // Вопросы экономики. 2009. № 5. С. 86–103.
3. *Розмаинский И. В.* Вклад Х. Ф. Мински в экономическую теорию и основные причины кризисов в позднеиндустриальной денежной экономике // *Terra Economicus* (Экономический вестник Ростовского государственного университета). 2009. Т. 7. № 1. С. 31–42.
4. Современная экономическая мысль / под ред. С. Вайнтрауба. М.: Прогресс, 1981.
5. *Anderson D., Botman P. D., Hunt B. L.* Is Japan's Population Aging Deflationary? IMF Working Paper. No 14/139. 2014. August.
6. *Arestis P., Glickman M.* Financial Crisis in Southeast Asia: Dispelling Illusion the Minskyan Way // *Cambridge Journal of Economics*. 2002. Vol. 26. No 2. P. 237–260.
7. *Assenza T., Delli Gatti D., Gallegati M.* Financial Instability and Agents' Heterogeneity: A Post Minskyan Research Agenda // *The Elgar Companion to Hyman Minsky* / D. B. Papadimitriou, L. R. Wray (eds.). Cheltenham; Northampton, MA: Edward Elgar Publishing, 2010. P. 182–205.
8. *Athreya K. B.* Big Ideas in Macroeconomics: A Nontechnical View. Cambridge, MA: The MIT Press, 2013.
9. *Berkes E. G., Panizza U., Arcand J.-L.* Too Much Finance? IMF Working Paper. No 12/161. 2012. June.
10. *Borio C.* The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt? // *Journal of Banking and Finance*. 2014. Vol. 45. P. 182–198.
11. *Borio C., Lowe P.* Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus. BIS Working Paper. No 114. 2002. July.
12. *Claessens S., Kose M. A., Terrones M. E.* Financial Cycles: What? How? When? IMF Working Paper. No 11/76. 2011a. April.
13. *Claessens S., Kose M. A., Terrones M. E.* How Do Business and Financial Cycles Interact? IMF Working Paper. No 11/88. 2011b. April.
14. *Farmer R.* Animal Spirits, Financial Crises and Persistent Unemployment // *Economic Journal*. 2013. Vol. 123. Iss. 568. P. 317–340.
15. *Farmer R.* Confidence, Crashes and Animal Spirits // *Economic Journal*. 2012. Vol. 122. Iss. 559. P. 155–172.
16. *Godley W., Lavoie M.* Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2007.

17. *Goodfriend M., King R.C.* The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy / B. S. Bernanke, J. J. Rotemberg (eds.) // NBER Macroeconomics Annual. 1997. Vol. 12. P. 231–296.
18. *Juselius M., Takáts E.* Can Demography Affect Inflation and Monetary Policy? BIS Working Paper. No 485. 2015. February.
19. *Kongsamut P., Mumssen C., Paret A.-C., Tressel T.* Incorporating Macro-Financial Linkages into Forecasts Using Financial Conditions Indices: The Case of France. IMF Working Paper. No 17/269. 2017. December.
20. *Mankiw N.G., Weinzierl M.* An Exploration of Optimal Stabilization Policy. Brookings Papers on Economic Activity. 2011. Spring. P. 209–272.
21. *Mendoza E.G., Terrones M.E.* An Anatomy of Credits Booms and Their Demise // Journal Economía Chilena (The Chilean Economy), Central Bank of Chile. 2012. Vol. 15. No 2. P. 04–32.
22. *Minsky H. P.* Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance. N. Y.: M. E. Sharpe, 1982.
23. *Nasica E.* Rational and Innovative Behaviors at the Core of Financial Crises: Banking in Minsky’s Theory // The Elgar Companion to Hyman Minsky / D. B. Papadimitriou, L. R. Wray (eds.). Cheltenham; Northampton, MA: Edward Elgar Publishing, 2010. P. 100–116.
24. *Nikiforos M., Zezza G.* Stock-Flow Consistent Macroeconomic Models: A Survey. Levy Economics Institute of Bard College Working Paper. No 891. 2017. May.
25. *Prychitko D. L.* Competing Explanations of the Minsky Moment: The Financial Instability Hypothesis in Light of Austrian Theory // Review of Austrian Economics. 2010. Vol. 23. No 3. P. 199–221.
26. *Tcherneva P. R.* Full Employment: The Road Not Taken. Levy Economics Institute of Bard College Working Paper. No 789. 2014. March.
27. *Wray L. R.* The Rise and Fall of Money Manager Capitalism: A Minskian Approach // Cambridge Journal of Economics. 2009. Vol. 33. No 4. P. 807–828.
28. *Yoon J.-W., Kim J., Lee J.* Impact of Demographic Changes on Inflation and the Macroeconomy. IMF Working Paper. No 14/210. 2014. November.

Ekonomicheskaya Politika, 2018, vol. 13, no. 4, pp. 20-41

Yulia V. VYMYATNINA, Cand. Sci. (Econ.). European University at Saint Petersburg (6/1A, Gagarinskaya ul., Saint Petersburg, 191187, Russian Federation).

E-mail: yv@eu.spb.ru

Vadim O. GRISHCHENKO. Central Bank of the Russian Federation (12, Neglinnaya ul., Moscow, 107016, Russian Federation).

E-mail: grishchenkovo@cbr.ru

Vsevolod M. OSTAPENKO, Cand. Sci. (Econ.). Saint Petersburg State University (7–9, Universitetskaya nab., Saint Petersburg, 199034, Russian Federation).

E-mail: v.ostapenko@spbu.ru

Viktor T. RYAZANOV, Dr. Sci. (Econ.). Saint Petersburg State University (7–9, Universitetskaya nab., Saint Petersburg, 199034, Russian Federation).

E-mail: v.ryazanov@spbu.ru

Financial Instability and Economic Crises: Lessons from Minsky

Abstract

The article is based upon the discussion materials from the presentation of the Russian translation of Hyman Minsky's seminal book "Stabilizing an Unstable Economy". The theoretical heritage of one of the most prolific and remarkable representatives of Post-Keynesian economics is examined from different, partly opposite positions. Many concepts elaborated in the monograph, namely causes of financial crashes, sources of permanent instability of modern market economies, and ways of coping with crises, are of special interest with regard to the Great Recession of 2007–2009. The authors vindicate the relevance of the book's key thesis, but at the same time point to the necessity of modification, updating and even revision of some of them. The article reflects the following aspects of Minsky's theory: the relation between exogenous and endogenous money supply, tendencies of financialization and growing systemic financial fragility, tools for reducing financial instability and mitigating the credit cycle. Special attention is paid to the barriers for the creation of financial and labor markets' mega-regulators — Big Bank and Big Government. A separate section of the article is devoted to the Minskian lender of last resort concept and its meaning for the current monetary policy practices of the leading central banks. It is stressed that some elements of Minsky's approach are integrated today into the most advanced macroeconomic research undertaken at universities and under the auspices of the International Monetary Fund, the Bank for International Settlements etc. The authors also compare the methodological settings of Minsky and contemporary mainstream macroeconomics represented by the New Neoclassical Synthesis, with an emphasis on economic policy recipes.

Keywords: Hyman Minsky, Post-Keynesian economics, economic crises, financial crises, macroeconomic policy.

JEL: E12, E32, G01.

References

1. Minsky H. *Stabiliziruya nestabil'nuyu ekonomiku [Stabilizing an Unstable Economy]*. Moscow, St. Petersburg, Izd-vo Instituta Gaydara, Fakul'tet svobodnykh iskusstv i nauk SPbGU, 2017.
2. Mankiw N. G. Makroekonomist kak uchenyy i inzhener [The Macroeconomist as Scientist and Engineer]. *Voprosy ekonomiki*, 2009, no. 5, pp. 86–103.
3. Rozmainitskiy I. V. Vklad H. P. Minsky v ekonomicheskuyu teoriyu i osnovnyye prichiny krizisov v pozdneindustrial'noy denezhnoy ekonomike [H. P. Minsky's Contribution to the Economic Theory and Major Causes of Crises in Late Industrial Monetary Economy]. *Terra Economicus (Ekonomicheskiiy vestnik Rostovskogo gosudarstvennogo universiteta)*, 2009, vol. 7, no. 1, pp. 31–42.
4. Weintraub S. (ed.). *Sovremennaya ekonomicheskaya mysl' [Modern Economic Thought]*. Moscow, Progress, 1981.
5. Anderson D., Botman P. D., Hunt B. L. Is Japan's Population Aging Deflationary? *IMF Working Paper*, no. 14/139, 2014, August.
6. Arestis P., Glickman M. Financial Crisis in Southeast Asia: Dispelling Illusion the Minskian Way. *Cambridge Journal of Economics*, 2002, vol. 26, no. 1, pp. 237–260.
7. Assenza T., Delli Gatti D., Gallegati M. Financial Instability and Agents' Heterogeneity: A Post Minskian Research Agenda. In: Papadimitriou D. B., Wray L. R. (eds.). *The Elgar Companion to Hyman Minsky*. Cheltenham, Northampton, MA, Edward Elgar Publishing, 2010, pp. 182–205.
8. Athreya K. B. *Big Ideas in Macroeconomics: A Nontechnical View*. Cambridge, MA, The MIT Press, 2013.

9. Berkes E. G., Panizza U., Arcand J.-L. Too Much Finance? *IMF Working Paper*, no. 12/161, 2012, June.
10. Borio C. The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt? *Journal of Banking and Finance*, 2014, vol. 45, pp. 182-198.
11. Borio C., Lowe P. Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus. *BIS Working Paper*, no. 114, July 2002.
12. Claessens S., Kose M. A., Terrones M. E. Financial Cycles: What? How? When? *IMF Working Paper*, no. 11/76, 2011a, April.
13. Claessens S., Kose M. A., Terrones M. E. How Do Business and Financial Cycles Interact? *IMF Working Paper*, no. 11/88, 2011b, April.
14. Farmer R. Animal Spirits, Financial Crises and Persistent Unemployment. *Economic Journal*, 2013, vol. 123, iss. 568, pp. 317-340.
15. Farmer R. Confidence, Crashes and Animal Spirits. *Economic Journal*, 2012, vol. 122, iss. 55, pp. 155-172.
16. Godley W., Lavoie M. *Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*. Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2007.
17. Goodfriend M., King R. C. The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy. B. S. Bernanke, J. J. Rotemberg (eds.). *NBER Macroeconomics Annual*, 1997, vol. 12, pp. 231-296.
18. Juselius M., Takáts E. Can Demography Affect Inflation and Monetary Policy? *BIS Working Paper*, no. 485, 2015, February.
19. Kongsamut P., Mumssen C., Paret A.-C., Tresselt T. Incorporating Macro-Financial Linkages into Forecasts Using Financial Conditions Indices: The Case of France. *IMF Working Paper*, no. 17/269, 2017, December.
20. Mankiw N. G., Weinzierl M. An Exploration of Optimal Stabilization Policy. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2011, Spring, pp. 209-272.
21. Mendoza E. G., Terrones M. E. An Anatomy of Credits Booms and Their Demise. *Journal Economía Chilena (The Chilean Economy)*, Central Bank of Chile, 2012, vol. 15, no. 2, pp. 04-32.
22. Minsky H. P. *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*. N. Y., M. E. Sharpe, 1982.
23. Nasica E. Rational and Innovative Behaviors at the Core of Financial Crises: Banking in Minsky's Theory. In: Papadimitriou D. B., Wray L. R. (eds.). *The Elgar Companion to Hyman Minsky*. Cheltenham, Northampton, MA, Edward Elgar Publishing, 2010, pp. 100-116.
24. Nikiforos M., Zezza G. Stock-Flow Consistent Macroeconomic Models: A Survey. *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, no. 891, 2017, May.
25. Prychitko D. L. Competing Explanations of the Minsky Moment: The Financial Instability Hypothesis in Light of Austrian Theory. *Review of Austrian Economics*, 2010, vol. 23, no. 3, pp. 199-221.
26. Tcherneva P. R. Full Employment: The Road Not Taken. *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, no. 789, 2014, March.
27. Wray L. R. The Rise and Fall of Money Manager Capitalism: A Minskian Approach. *Cambridge Journal of Economics*, 2009, vol. 33, no. 4, pp. 807-828.
28. Yoon J.-W., Kim J., Lee J. Impact of Demographic Changes on Inflation and the Macroeconomy. *IMF Working Paper*, no. 14/210, 2014, November.