

И.В. РОЗМАЙНСКИЙ, к.э.н., доцент,
СПб филиал ГУ-ВШЭ, Россия

ЭНДОГЕННОСТЬ ДЕНЕГ, ФИНАНСОВАЯ ХРУПКОСТЬ И ТЕКУЩИЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ КРИЗИС

Введение

Тема текущего кризиса с конца 2008 года стала основной для многих периодических экономических изданий. Различные теоретики и практики предлагают множество различных объяснений, причем многие сходятся во мнении, что этот кризис представляет собой нечто уникальное. Нам представляется, что посвященные кризису дискуссии могли бы быть гораздо более плодотворными, если бы научный кругозор участников подобных диспутов значительно выходил за рамки экономической теории мейнстрима [mainstream economics], т. е. магистрального направления современной экономической науки. Одна из основных целей данной работы – попытаться решить указанную задачу. Мы попытаемся объяснить причины текущего кризиса, используя разработки посткейнсианцев – Х. Ф. Мински, Ф. Карвальо, Ч. Уолена, Л. Р. Рэя и др. – и раскрывая значение таких явлений, как эндогенность денег и финансовая хрупкость.

Об эндогенности денежной массы и финансировании инвестиций

В своих малоизвестных статьях, опубликованных вскоре после издания «Общей теории занятости, процента и денег», – в 1937 [11; 12] и 1939 [13] годах – Дж. М. Кейнс описал процессы накопления основного капитала и его финансирования, заложив основы теории эндогенной денежной массы. Согласно Дж. М. Кейнсу, непосредственной закупке капитала предшествует получение предпринимателем денег («финансов» в его терминологии) у финансовых учреждений. Здесь создание последними денежных средств через кредитование фирм-инвесторов является необходимым условием инвестирования. Однако Дж. М. Кейнс в явном виде не формулировал данный тезис; он неявно вытекает из его теории. Один из лидеров посткейнсианства Х. Ф. Мински сделал на этом акцент, отметив, что «в капиталистической экономике деньги связаны с процессом создания капитальных активов и контроля над ними» [18, р. 223]. По его мнению, «... создание денег представляет собой часть механизма... выпуска конкретной инвестиционной продукции» [18, р. 224]. «Таким образом, денежная масса определяется в очень значитель-

ной мере внутри экономики, поскольку ее изменения отражают ожидания будущей конъюнктуры со стороны предприятий и банков» [18, р. 118]. Итак, деньги – это актив, который создается внутри экономики, т. е. эндогенно, для приобретения производственного имущества (в первую очередь, основного капитала).¹ Таким образом, налицо связь между динамикой предложения денег, изменением их структуры за счет появления и распространения менее ликвидных денежных агрегатов и процессом накопления основного капитала через промышленные инвестиции.

При этом в случае нехватки резервов финансовые учреждения удовлетворяют «инвестиционный» спрос фирм на деньги путем финансовых инноваций [14]. Например, посредством сделок с соглашениями об обратном выкупе, которые состоят в продаже долгового обязательства с его последующей покупкой, в результате чего продавец в настоящий момент получает деньги, которые можно выдать в качестве кредита. Позднее посткейнсианцы указали на другие важные финансовые инновации: использование депозитных сертификатов и евродолларовых займов, секьюритизацию (конвертацию банковских ссуд в ценные бумаги), «внебалансовую деятельность» (off-balance sheet activity). Последний вид инноваций может проявляться, например, в открытии для некоторых фирм «кредитных линий» в виде обязательства выдачи ссуд в определенном размере по их первому требованию, и т. д. [3; 9; 21]. Подобная финансовая эволюция уменьшает эффективность денежной политики центрального банка и в еще большей степени способствует эндогенности денежной массы.

При этом, если фирмы при финансировании капиталовложений не прибегают к финансовым учреждениям или рынкам, то существует серьезный ограничитель инвестиций в виде объема внутренних финансовых источников. Когда же для обеспечения капиталовложения применяется внешнее финансирование, появляются дополнительные детерминанты

¹ Подробнее о теории эндогенных денег см.: [2; 3; 7; 9; 22].

инвестиций – «риск заимодавца» и «риск заемщика».² Первый из этих рисков связан с опасениями банков или иных финансовых учреждений по поводу того, что должник не сможет вернуть долг. Второй риск связан с опасениями фирмы-дебитора, что она окажется не в состоянии возратить кредит. Значения обоих рисков находятся в прямой зависимости от так называемого «левереджа» (leverage). Этот термин означает отношение долгов экономического субъекта (в данном случае фирмы-инвестора) к его активам. Увеличение объема инвестиций, финансируемых через долги, рано или поздно влечет за собой рост рисков заимодавца и заемщика, а это ограничивает их величину. Таким образом, объем инвестиций фирмы зависит от структуры ее пассивов. При этом, как будет показано ниже, уменьшение значений рисков заимодавца и заемщика, происходящее во время экономического оживления, влечет за собой увеличение спроса на внешнее финансирование и дает стимул к генерированию только что рассмотренных финансовых инноваций.

Гипотеза финансовой хрупкости

Гипотеза финансовой хрупкости (financial fragility hypothesis)³ – один из центральных элементов современной посткейнсианской макроэкономики и основной ключ к объяснению текущего кризиса. Эта гипотеза базируется на разработанных Х. Ф. Мински (и рассмотренных выше) теориях денег, финансовой эволюции и инвестиций, а также на концепции долговой дефляции И. Фишера [10].⁴ Согласно этой концепции, понижательные тенденции экономической динамики усугубляются снижением уровня цен, поскольку такое снижение утяжеляет бремя «реальных»

долгов, что ведет к неплатежеспособности и банкротству многих производственных единиц.

Гипотеза финансовой хрупкости – это «теория о том, как капиталистическая экономика эндогенно порождает финансовую структуру, которая подвержена финансовым кризисам» [16, р. 289 – 290]. Под финансовой структурой здесь понимаются «... рыночные взаимодействия между заемщиками и заимодавцами и отражающие эти взаимодействия балансы нефинансовых фирм, посредников и домохозяйств» [22, р. 97]. Согласно рассматриваемой гипотезе, экономическая динамика в очень значительной мере определяется тем, как фирмы финансируют свои инвестиции в основной капитал. В начале повышательной стадии делового цикла (в фазе оживления) преобладает *обеспеченное финансирование* (hedge finance), при котором текущие денежные поступления фирм достаточны для погашения долга, включая проценты по нему. Такой режим финансирования в значительной степени представляет собой следствие большей опоры фирм на внутренние финансовые источники, чем на внешние средства. Это объясняется тем, что в фазе оживления в памяти экономических субъектов еще свежи воспоминания о недавней депрессии. Поэтому риски заимодавца и заемщика являются пока высокими.

Однако постепенно эти воспоминания забываются, в частности, потому, что национальный доход, создающийся инвестициями в условиях режима обеспеченного финансирования, увеличивается. Происходит уменьшение значений рисков заимодавца и заемщика. Как писал Дж. М. Кейнс: «В период бума общераспространенная оценка степени риска со стороны как должника, так и кредитора имеет тенденцию становиться необычайно и неблагоприятно низкой» [1, с. 210]. В результате фирмы активно переходят на внешнее финансирование капиталовложений. Через некоторое время наступает ситуация, при которой денежные поступления многих фирм достаточны лишь для уплаты процентов по долгам, но их не хватает на амортизацию этих долгов (т. е. для погашения части основной суммы задолженности). Чтобы не стать банкротами, такие фирмы вынуждены брать новые кредиты в целях погашения старых. Этот режим финансирования был назван Х. Ф. Мински *спекулятивным финансированием* (speculative finance). В случае роста процентных ставок или падения денежных поступлений фирм спекулятивное финан-

² Впервые эти термины (borrower risk и lender risk) были предложены Дж. М. Кейнсом в 11-й главе его самой известной книги [1, с. 108 - 110], но остались незамеченными со стороны его ближайших последователей.

³ Эту гипотезу также нередко называют *гипотезой финансовой нестабильности* [financial instability hypothesis].

⁴ Сам Х. Ф. Мински полагал, что его гипотеза финансовой хрупкости была создана под влиянием идей Дж. М. Кейнса, И. Фишера, а также Г. Саймонса [23, р. 130], который впервые указал на опасности, проистекающие из эндогенного создания денег в ходе краткосрочного финансирования долгосрочных инвестиционных проектов.

сирование неизбежно трансформируется в *Понци финансирование* (Ponzi⁵ finance), при котором этих поступлений не хватает даже на регулярную выплату процентов. В такой ситуации единственный выход - *увеличение объема задолженности* для погашения старых кредитов. Если спекулятивное финансирование характерно для фазы бума, то Понци финансирование приводит к переходу экономики из этой фазы в фазу спада. Это связано с тем, что рано или поздно фирмы, применяющие последний описанный режим финансирования, окажутся не в состоянии получить новые кредиты либо из-за слишком высокого риска заемщика (отражающего пессимизм финансовых учреждений), либо из-за общей нехватки финансовых ресурсов (денег и их заменителей) в экономике. Если же для получения указанных ресурсов фирмы станут продавать свои производственные активы, то это приведет к снижению цены спроса на них, уровня инвестиций и, естественно, к экономическому кризису. Такой кризис может быть углублен за счет слишком большого значения риска заемщика (в результате чего инвестиции фирм окажутся меньше суммы, которую можно было бы потенциально финансировать на основе использования их внутренних источников), и особенно в том случае, если цена спроса на производственные активы упадет ниже цены их предложения. Ведь в этом последнем случае произойдет не что иное, как полное прекращение инвестиционного процесса.

Таким образом, *периодические экономические кризисы порождаются* не только неблагоприятными изменениями ожиданий экономических субъектов (данный факт подчеркивался как Дж. М. Кейнсом, так и некоторыми ортодоксальными экономистами, например А. С. Пигу в книге «Industrial Fluctuations»), но и *систематически возникающей неспособностью сектора фирм к погашению своих долгов финансовому сектору*. Это один из главных выводов рассматриваемой здесь «финансовой» теории цикла. Другой главный вывод состоит в том, что *в ходе делового цикла финансовая система становится все более и более хруп-*

кой, т. е. происходит уменьшение ликвидности балансов хозяйствующих субъектов. Иными словами, как отмечал Ф. Карвальо, деловой цикл можно воспринимать как феномен, связанный с «изменениями в степени хрупкости экономики» [8, p. 153]. Можно также добавить, что описанное повышение степени хрупкости является во многом плодом финансовой эволюции и эндогенного создания денежной массы в экономике, одним из важнейших свойств которой является накопление богатства [24, p. 11].

Данную теорию можно обобщить следующим образом. «Первая теорема гипотезы финансовой нестабильности состоит в том, что экономика имеет режимы финансирования, при которых она стабильна, и режимы финансирования, при которых она нестабильна. Вторая теорема гипотезы финансовой нестабильности состоит в том, что в течение периодов длительного процветания экономика переходит от финансовых отношений, способствующих стабильной системе, к финансовым отношениям, способствующим нестабильной системе» [19].

Таким образом, гипотеза финансовой хрупкости демонстрирует, что «стабильность или спокойствие в мире с циклическим прошлым и капиталистическими финансовыми учреждениями является дестабилизирующей» [17, p. 37]. Иными словами, состояние сбалансированного роста всего лишь момент циклической динамики капиталистического хозяйства, а не некий «центр притяжения», к которому оно стремится. Иными словами, рассмотренная теория отражает тот факт реального мира, что экономическая и финансовая нестабильность являются «...нормальным функционированием, внутренне порождаемым результатом поведения капиталистической экономики» [17, p. 26].

О макроэкономической роли государства в условиях финансовой хрупкости

Согласно рассматриваемой теории, макроэкономическая роль государства должна заключаться, прежде всего, в предотвращении финансового коллапса в периоды спадов и депрессий, т. е. *в поддержании денежных поступлений производственных и финансовых единиц*. Для этих целей в фазе спада нужно проводить стимулирующую (т. е. экспансионистскую) фискальную и денежную политику. Первая, повышая уровень совокупного спроса, увеличивает доходы сектора фирм, что позволяет многим его представителям погасить дол-

⁵ Этот режим финансирования назван «в честь» бостонского банкира Чарльза Понци, который сразу после Первой мировой войны практиковал в Бостоне финансовые спекуляции, подобные тем, что много десятилетий спустя стали осуществлять в постсоветской России финансовые компании, такие, как «МММ».

ги и не обанкротиться. Вторая увеличивает количество ликвидности в финансовом секторе, а это позволяет «держаться на плаву» финансовым учреждениям, сталкивающимся с невозвращением долгов или массовыми изъятиями населением своих вкладов. Такое вмешательство государства, согласно посткейнсианской точке зрения, уберегло западные страны во второй половине XX века от второй Великой депрессии, так как предотвратило «долговую дефляцию». Правда, платой за это предотвращение явилась стагфляция.

Однако макроэкономическая политика не в состоянии изменить глубинные характеристики современного позднеиндустриального капиталистического хозяйства, из-за которых оно подвержено нестабильности. Дело в том, что повторяющаяся стимулирующая политика государства, опять-таки, усыпляет бдительность и фирм, и банков. По мере накопления опыта удачной реализации инвестиционных проектов, хозяйствующие субъекты будут все больше терять осторожность [5, с. 37; 6]. Иными словами, «после того, как заемщики и займодавцы признают факт уменьшения степени понижательной нестабильности прибыли, будет расти готовность и способность промышленников и банкиров к долговому финансированию. Если потоки наличности, погашающие долги, фактически гарантированы деятельностью Большого Правительства⁶, то происходит поощрение долгового финансирования приобретения капитальных активов» [18, р. 213]. В посткейнсианской традиции описанный феномен принято называть *парадоксом Мински* [5, с. 38].

По мнению Х. Ф. Мински, избавить капиталистическую экономику от нестабильности могли бы *институциональные реформы, инициированные государством*. Она должна состоять, во-первых, в стимулировании изменений структуры совокупного спроса и технологий производства. В совокупном спросе должна повыситься доля потребления, а тех-

нологии должны стать более трудоемкими: «... экономика, которая ориентирована на производство потребительских товаров менее капиталоемкими методами... будет в меньшей степени подвержена финансовой нестабильности и инфляции» [17, р. 53]. Во-вторых, такая политика должна заключаться в упрощении финансовой системы, упрощении, которое выражается, прежде всего, в ограничении краткосрочного кредитования долгосрочных инвестиционных проектов, т. е. в ограничении спекулятивного и Понци финансирования. Как отмечал Х. Ф. Мински, «... финансирование собственности на капитальные активы и инвестиций представляет собой ключевой дестабилизирующий феномен» [15, р. 520]. К сожалению, он не детализировал механизм реализации описанных институциональных реформ государства.

Финансовая хрупкость и кризисы в условиях капитализма денежных менеджеров

На рубеже веков некоторые посткейнсианцы [20; 25] пришли к выводу о том, что капиталистическое хозяйство проходит в своем развитии различные финансовые стадии. Всего можно выделить пять таких стадий. Первая стадия – «коммерческий капитализм» – характеризовалась использованием внешних финансов в основном для обеспечения торговли товарами; при этом доминирующими «финансовыми учреждениями» являлись купцы и их объединения в виде торговых банков. Коммерческий капитализм был «утром» «дня» западной денежной экономики. Следующая стадия – «промышленный капитализм». Эта стадия отличается появлением и доминированием внешнего финансирования строительства железных дорог, добычи каменного угля и деятельности других отраслей промышленности. Промышленный капитализм сменился на рубеже XIX и XX веков «финансовым капитализмом», при котором внешнее финансирование использовалось, прежде всего, для финансирования создания трестов, картелей и иных монополистических и олигополистических объединений. Эпоха финансового капитализма закончилась Великой депрессией (1929 - 1933 гг.).

Активное макроэкономическое и иное вмешательство государства в капиталистическую экономику привело к появлению «менеджерального капитализма». Он отличался активной антициклической политикой государства, поддержанием низких процентных

⁶ Под «Большим Правительством» [Big Government] посткейнсианцы вслед за Х. Ф. Мински понимают правительство с большой долей участия в ВВП, которое систематически проводит антициклическую фискальную политику. Аналогично, Центральный банк, систематически проводящий антициклическую денежную политику и выполняющий функцию «кредитора последней инстанции» [lender-of-last-resort], был назван Х. Ф. Мински «Большим Банком» [Big Bank]. См. [5, с. 38].

ставок, страхованием депозитов финансовых учреждений, «акционерным» участием государства в промышленности, финансах и транспортной отрасли, а также ограничениями конкуренции. При этом в эпоху менеджериального капитализма (продолжавшуюся примерно с конца 1930-х до начала 1970-х годов) финансовая система была *прочной* (robust), т. е. отличалась высокой степенью ликвидности балансов хозяйствующих субъектов.

Менеджериальный капитализм сменился последней (на сегодня) финансовой стадией – «капитализмом денежных менеджеров» (money manager capitalism). Эта стадия характеризуется доминированием на финансовых рынках институциональных инвесторов. Иными словами, на данной стадии обращение большей части финансовых инструментов управляется финансовыми учреждениями, причем не столько даже коммерческими банками, сколько страховыми компаниями, пенсионными и взаимными фондами, а также прочими подобными организациями. В значительной степени благодаря этому происходит трансформация финансовой системы из прочной в *хрупкую* (fragile), трансформация, которая осуществляется, как уже отмечалось, в ходе деловых циклов. Другие свойства капитализма денежных менеджеров – меньшая активность государства в проведении стабилизационной политики, уменьшение степени «акционерного» участия государства в экономике, усиление конкуренции, а также более неблагоприятные социальные показатели (высокий уровень безработицы, упадок профсоюзов) по сравнению с менеджериальным капитализмом.

Последняя стадия менее хороша, чем предыдущая, поскольку характеризуется резко возросшей нестабильностью.⁷ Х. Ф. Мински и Ч. Уолен отмечали: «капитализм может быть успешным, только если его институциональная структура отражает тот факт, что люди имеют ограниченную терпимость по отношению к неопределенности и ненадежности» [20, p. 161]. По их мнению, институциональная структура капитализма денежных менеджеров не отражает данный факт. Благоприятное изменение этой структуры может быть осуществлено государством. Этому может послужить как политика, применявшаяся в эпоху менеджериального капитализма, например, поддержание низких и стабильных процентных ставок и политика обеспечения полной занятости,

так и «новые» мероприятия, в частности увеличение государственных капиталовложений в инфраструктуру и активный *качественный* контроль над деятельностью финансовых учреждений. Последняя разновидность мер может заключаться, например, в запрещении покупок спекулятивных активов с нестабильной рыночной ценой теми банками, чьи пассивы находятся под защитой центрального банка.

По мнению посткейнсианцев, можно «... не только уменьшить степень сегодняшней экономической ненадежности, не жертвуя экономическим прогрессом, но также заложить и установить институциональные предпосылки для успешного капитализма двадцать первого века» [20, p. 168].

Заключение

С точки зрения, диктуемой посткейнсианской «финансовой макроэкономикой», основные причины текущего экономического кризиса очевидны. Наблюдавшийся на рубеже веков длительный подъем, вызванный, в частности, специфическим сочетанием развития «новой экономики» (связанной с телекоммуникациями, Интернетом и т. д.), бурных финансовых инноваций – типа распространения производных финансовых инструментов и кредитно-дефолтных свопов [25] – а также процессов глобализации, привел к небывалому росту степени финансовой хрупкости во всей мировой экономике. Такой подъем усыпил бдительность хозяйствующих субъектов во всем мире, субъектов, набравших много «сомнительных» долгов и ставших неликвидными и неплатежеспособными. Текущий кризис оказался закономерной расплатой. По-другому и не могло быть в рамках капитализма денежных менеджеров [25]. Таким образом, текущий финансовый и экономический кризис – следствие функционирования и эволюции институтов позднеиндустриальной денежной экономики. И полное преодоление этого кризиса вкупе с предотвращением его рецидивов невозможно без коренной реформы этих институтов. Некоторые направления такой реформы, возможно, должны состоять во введении ограничений на секьюритизацию и развитие рынков производных финансовых инструментов, а также на краткосрочное кредитование долгосрочных инвестиционных проектов. Кроме того, не следует забывать о желательности ужесточения требований к ликвидности балансов финансовых учреждений. Однако при проведении подобных мероприятий следует соблюдать известную осторожность. Если подобные *огра-*

⁷ См. также: [25; 26, p. 18].

ничения экономической свободы частных лиц окажутся чрезмерно жесткими, то экономический прогресс может надолго затормозиться. Нужно учитывать, что развитие денежной экономики может быть только неустойчивым и неравновесным [4, с. 64 – 66; 5, с. 40].

Литература

1. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. – М.: Прогресс. 1978.
2. Ноздрань Н., Березин И. Денежные агрегаты: теория и практика // Вопросы экономики. – 1993. – № 6.
3. Розмаинский И. В. Посткейнсианская макроэкономика: основные аспекты // Вопросы экономики. – 2006. – № 5.
4. Розмаинский И. В. Денежная экономика как основной «предметный мир» посткейнсианской теории // Экономический вестник Ростовского государственного университета. – 2007. – Том 5. – № 3.
5. Розмаинский И. В. Вклад Х. Ф. Мински в экономическую теорию и основные причины кризисов в позднеиндустриальной денежной экономике // Terra Economicus. – 2009. – Том 7. – № 1.
6. Скоробогатов А. С. Макроэкономическая роль институтов: от онтологической неопределенности к концепции делового цикла // Экономический вестник Ростовского государственного университета. – 2005. – Том 3. – № 2.
7. Arestis P. Post-Keynesian Theory of Money, Credit and Finance / Arestis P. (ed.) Post-Keynesian Monetary Economics: New Approaches to Financial Modelling. Aldershot: Edward Elgar. 1988.
8. Carvalho F. J. C. Mr. Keynes and Post Keynesians. Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy. Aldershot: Edward Elgar. 1992.
9. Chick V. The Evolution of the Banking System and the Theory of Savings, Investment and Interest / Chick V. On Money, Method and Keynes. Selected Essays. London: Macmillan. 1992.
10. Fisher I. The Debt Deflation Theory of Great Depressions // Econometrica. 1933. October.
11. Keynes J. M. Alternative Theories of the Rate of Interest // Economic Journal. 1937. June.
12. Keynes J. M. The «Ex Ante» Theory of the Rate of Interest // Economic Journal. 1937. December.
13. Keynes J. M. The Process of Capital Formation // Economic Journal. 1939. September.
14. Minsky H. P. Central Banking and Money Market Changes // Quarterly Journal of Economics. 1957. May.
15. Minsky H. P. Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism // Journal of Economic Issues. 1980. June.
16. Minsky H. P. The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to «Standard» Theory / Wood J.C. (ed.) John Maynard Keynes. Critical Assessments. London: Macmillan. 1983.
17. Minsky H. P. The Financial Instability Hypothesis: A Restatement / Arestis P., Skouras T. (eds.) Post-Keynesian Economic Theory. Brighton: Wheatsheaf. 1985.
18. Minsky H. P. Stabilizing an Unstable Economy. New Haven: Yale University Press. 1986.
19. Minsky H. P. The Financial Instability Hypothesis // The Levy Economics Institute. Working Paper # 74. 1992. May.
20. Minsky H. P., Whalen C. J. Economic Insecurity and the Institutional Prerequisites for Successful Capitalism // Journal of Post Keynesian Economics. 1996 - 1997. Winter.
21. Niggle C. J. The Evolution of Money, Financial Institutions, and Monetary Economics // Journal of Economic Issues. 1990. June.
22. Pollin R. Marxian and Post-Keynesian Developments in the Sphere of Money, Credit and Finance: Building Alternative Perspectives in Monetary Macroeconomics / Glick M. A. (ed.) Competition, Technology and Money. Classical and Post-Keynesian Perspectives. Aldershot: Edward Elgar. 1994.
23. Simons H. Rules versus Authorities in Monetary Policy // Journal of Political Economy. 1936. February.
24. Whalen C. J. The U. S. Credit Crunch of 2007. A Minsky Moment // The Levy Economics Institute. Public Policy Brief # 92.
25. Wray L. R. The Rise and Fall of Money Manager Capitalism: A Minskian Approach // Cambridge Journal of Economics. 2009. Vol. 33.
26. Wray L. R., Tymoigne E. Macroeconomics meets Hyman P. Minsky: The Financial Theory of Investment. The Levy Economics Institute. Working Paper # 543. 2008. September.

Статья поступила в редакцию 12.05.2010