

# Гипотеза финансовой нестабильности: теоретическое содержание и реалии постсоветской России

**И.В. РОЗМАЙНСКИЙ**, доцент, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Санкт-Петербург

Изложены основные теоретические идеи, содержащиеся в гипотезе финансовой нестабильности известного американского экономиста Хаймана Филиппа Мински. Показано, как эта теория объясняет глобальный кризис 2008–2009 гг. и предшествовавшие ему кризисы в западных странах. Особое внимание уделено кризисам в постсоветской российской экономике – от августовского дефолта 1998 г. до банкротства туристических компаний Северо-Запада в 2014–2015 гг.

*Ключевые слова:* гипотеза финансовой нестабильности, финансовая хрупкость, Понци-финансирование, экономические кризисы, момент Мински

Появившаяся в конце 1970-х – начале 1980-х гг. гипотеза финансовой нестабильности (финансовой хрупкости) после глобального кризиса 2008–2009 гг. стала одной из авторитетных теорий, объясняющих кризисы в современной капиталистической экономике, причем не только в развитых, но и постсоциалистических странах, включая Россию. Ее разработка началась с того, что известный американский посткейнсианец Хайман Филипп Мински (1919–1996) стал развивать идею о том, что колебания инвестиций в основной капитал – важнейшая причина циклов в капиталистической экономике. Анализируя то, как финансируются инвестиции, и какую роль в этом играет финансовая, в первую очередь, банковская система, он отметил, что в своих статьях, опубликованных после 1936 г. (т. е. после выхода книги «Общая теория занятости, процента и денег»), Дж. М. Кейнс описал роль банковской системы в финансировании инвестиций, заложив тем самым основы *теории эндогенной денежной массы*. Х. Ф. Мински развил эту теорию, указав, что деньги представляют собой актив, который создается внутри экономики, т. е. эндогенно, для приобретения сооружений и оборудования, а также других элементов основного капитала. Об этом стоит сказать подробнее.

## **Финансовые инновации и финансирование инвестиций**

Еще в 1957 г. будущий автор гипотезы финансовой нестабильности показал, что в случае нехватки резервов финансовые учреждения удовлетворяют «инвестиционный» спрос фирм на деньги путем финансовых инноваций [1]. Например, посредством сделок с соглашениями об обратном выкупе, которые состоят в продаже долгового обязательства с его последующей покупкой, в результате чего продавец, получив деньги, имеет право выдать их в качестве кредита. Позднее он и его сторонники указали на другие важные финансовые инновации: использование депозитных сертификатов и евродолларовых займов, секьюритизацию (конвертацию банковских ссуд и других финансовых активов в ценные бумаги, подробнее об этом механизме см. далее), предоставление кредитных линий. Подобная *финансовая эволюция снижает эффективность денежной политики центрального банка и способствует эндогенности денежной массы*. Концепция эндогенных денег разительно контрастирует с теоретическими построениями монетаристов, в которых денежная масса задавалась экзогенно (согласно предпосылкам некоторых моделей, попросту сбрасывалась с вертолета).

Это не имеет большого значения, когда инвестиции в основной капитал осуществляются за счет внутренних финансовых ресурсов фирм, но становится значимым, когда последние обращаются к долгам – «внешним» фондам. Общеизвестно, что фирмы готовы покупать новое оборудование или новые сооружения, когда цена спроса на капитал превышает цену его предложения. Цена спроса на капитал отражает привлекательность данного актива и определяется ожиданиями будущей прибыли, а цена предложения – просто цену его производства, определяемую средними издержками, а точнее, превышает их на величину «ценовой накладки», как это имеет место при несовершенной конкуренции.

Объем инвестиций в тот или иной актив зависит от соотношения цен спроса и предложения. При этом если фирмы не прибегают к финансовым учреждениям или рынкам, то существует серьезный ограничитель инвестиций в виде объема внутренних финансовых ресурсов. Когда же применяется внешнее финансирование, появляются дополнительные детерминанты

инвестиций – «риск заимодавца» и «риск заемщика»<sup>1</sup>. Первый связан с опасениями банков или иных финансовых учреждений по поводу невозврата долга должником. Второй риск – с опасениями фирмы-дебитора, что она окажется не в состоянии возратить кредит. Величины обоих рисков зависят от объема задолженности дебитора относительно его собственного капитала. Увеличение объема инвестиций, финансируемых через долги, влечет за собой рост рисков заимодавца и заемщика, что в дальнейшем ограничивает величину капиталовложений. Эти рассуждения позволяют сделать вывод о том, что *объем инвестиций той или иной фирмы зависит от структуры ее пассивов*. А отсюда недалеко до формулировки самой *гипотезы финансовой нестабильности*.

### **Суть гипотезы финансовой нестабильности**

*Согласно гипотезе финансовой нестабильности, 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*, когда текущие денежные поступления фирм достаточны для погашения долга (включая проценты). При таком режиме фирмы больше опираются на внутренние финансовые источники, чем на внешние, поскольку в этой фазе в памяти экономических субъектов еще свежи воспоминания о недавней депрессии. Поэтому риски заимодавца и заемщика высокие.

Однако с течением времени это стирается из памяти, риски заимодавца и заемщика становятся меньше, и фирмы активно переходят на внешнее финансирование капиталовложений. И вот наступает ситуация, при которой денежные поступления многих фирм достаточны лишь для уплаты процентов, но их не хватает на погашение части основной суммы задолженности. Чтобы избежать банкротства, такие фирмы вынуждены брать новые кредиты в целях погашения старых. Этот режим был назван *спекулятивным финансированием*. В случае роста процентных ставок или падения денежных поступлений фирм оно неизбежно

---

<sup>1</sup> Впервые эти термины были предложены Дж. М. Кейнсом в 11-й главе его «Общей теории занятости, процента и денег», но, как и многие другие его идеи, остались незамеченными.

трансформируется в *Понци-финансирование* (Ponzi<sup>2</sup> finance), при котором этих поступлений не хватает даже на регулярную выплату процентов. Единственный выход – это *увеличение объема задолженности* для погашения старых кредитов.

Если спекулятивное финансирование характерно для фазы бума, то Понци-финансирование приводит экономику в фазу спада. Это связано с тем, что рано или поздно применяющие его фирмы окажутся не в состоянии получить новые кредиты из-за слишком высоких рисков заимодавца либо из-за общей нехватки финансовых ресурсов в экономике. Если же для получения указанных ресурсов фирмы станут продавать свои производственные активы, то это приведет к снижению цен на них, падению уровня инвестиций и, естественно, к экономическому кризису.

Таким образом, *периодические экономические кризисы порождаются* не только неблагоприятными изменениями ожиданий экономических субъектов, но и *систематически возникающей неспособностью сектора фирм к погашению своих долгов финансовому сектору*. Это – один из главных выводов гипотезы финансовой нестабильности. Дополняющий его состоит в том, что *в ходе делового цикла частный сектор становится все более и более хрупким*, т. е. происходит уменьшение ликвидности балансов хозяйствующих субъектов. Иными словами, деловой цикл можно воспринимать как феномен, связанный с «изменениями в степени хрупкости экономики» [2. Р. 153]. Вот почему гипотезу финансовой нестабильности нередко называют также *гипотезой финансовой хрупкости*.

Позднее сам Х.Ф. Мински обобщил основные положения данной гипотезы так: «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

---

<sup>2</sup> Названо «в честь» бостонского банкира Чарльза (или Карло) Понци, который сразу после первой мировой войны практиковал в Бостоне финансовые спекуляции, подобные тем, что осуществляли в постсоветской России финансовые компании, такие как «МММ».

системе, к финансовым отношениям, способствующим нестабильной системе» [3. Р. 7–8].

Таким образом, из гипотезы финансовой нестабильности следует, что «стабильность или спокойствие в мире с циклическим прошлым и капиталистическими финансовыми учреждениями является дестабилизирующей» [4. Р. 37]. Этот афоризм – *стабильность дестабилизирует* (*stability is destabilizing*) – очень образно отражает суть теории финансовой нестабильности, которую можно считать «...нормальным функционированием, внутренне порождаемым результатом поведения капиталистической экономики» [4. Р. 26], поскольку такая экономика не может бесперебойно обеспечивать ни устойчивые стимулы к осуществлению инвестиций, ни стабильное поступление финансовых ресурсов для них.

### **Следствия из гипотезы финансовой нестабильности для политики государства и современные кризисы**

Неудивительно, что автор гипотезы финансовой нестабильности выступал за активное макроэкономическое и институциональное вмешательство государства в экономику, способное предотвратить финансовый коллапс в периоды спадов и депрессий, т. е. *поддерживать денежные поступления производственных и финансовых единиц*. Для этих целей, по его мнению, в фазе спада нужно проводить стимулирующую (т. е. экспансионистскую) фискальную и денежную политику, которая, повышая уровень совокупного спроса, увеличивает доходы сектора фирм, что позволяет многим его представителям погасить долги и не обанкротиться, а также через реализацию центральным банком функции «кредитора последней инстанции» увеличивает количество ликвидности в финансовом секторе, чтобы финансовые учреждения, сталкивающиеся с невозвращением долгов или массовыми изъятиями населением своих вкладов, могли «держаться на плаву».

Такое вмешательство государства уберегло США и другие западные страны в 1970–1980-е гг. от второй Великой депрессии, так как предотвратило долговую дефляцию. Правда, платой за это стала устойчивая инфляция. Тем не менее в послевоенный период западным странам, в том числе США, удалось значительно

смягчить циклические кризисы. Так, с 1900 г. по 1946 г. среднее снижение реального ВВП США, наблюдавшееся в течение всех кварталов, характеризовавшихся отрицательным темпом роста, оказалось равным минус 6,7%. При этом за данный период произошло 12 циклических спадов (в среднем каждые 3,9 лет) с продолжительностью 18,1 мес. С 1947 г. по 2007 г., в период проведения антициклической политики по кейнсианским рецептам, но до наступления Великой рецессии, в Соединенных Штатах среднее снижение реального ВВП за кварталы с отрицательным темпом роста составило всего лишь минус 1,5%, произошло 10 циклических спадов в среднем через 6,1 лет с продолжительностью 10,4 мес. [5. Р. 11].

Однако макроэкономическая политика не в состоянии изменить глубинные характеристики современного капиталистического хозяйства, из-за которых оно подвержено нестабильности. Дело в том, что по мере накопления опыта удачной реализации инвестиционных проектов хозяйствующие субъекты будут все больше терять осторожность, накапливая финансовую хрупкость. Экономисты называют такое явление «парадоксом Мински». Суть его в том, что поддержание со стороны правительства и центрального банка финансовых потоков частного сектора стимулирует в будущем его представителей еще больше использовать спекулятивное и Понци-финансирование.

По мнению Мински, избавить капиталистическую экономику от нестабильности могла бы институциональная политика государства. Она должна состоять, во-первых, в стимулировании изменений структуры совокупного спроса и технологий производства: в нем должна повыситься доля потребления, а технологии – стать более трудоемкими. Он полагал, что «...экономика, которая ориентирована на производство потребительских товаров менее капиталоемкими методами... будет в меньшей степени подвержена финансовой нестабильности и инфляции» [4. Р. 53]. Во-вторых, необходимо упрощение финансовой системы, которое выражается, прежде всего, в ограничении краткосрочного кредитования долгосрочных инвестиционных проектов, т. е. в ограничении спекулятивного и Понци-финансирования.

Автор гипотезы финансовой нестабильности с ее помощью объяснял экономические кризисы, происходившие в США в XX в., показав, как увеличение бюджетных дефицитов

способствовало поддержанию и даже увеличению прибылей промышленных компаний в кризисы 1974–1975 гг., 1980–1982 гг. и т. д. Кроме того, в своей заметке «Секьюритизация» (подготовлена в 1987 г., а издана в 2008 г. [6]) он фактически предсказал те процессы в финансовой сфере промышленно развитых стран, которые «расцвели пышным цветом» в конце 1990-х и 2000-е годы, «увенчавшись» глобальным кризисом 2008 г. – самым серьезным после Великой депрессии и потому названным Великой рецессией.

С точки зрения гипотезы финансовой нестабильности причины этого кризиса очевидны. Наблюдавшийся на рубеже веков длительный подъем, вызванный, в частности, специфическим сочетанием развития «новой экономики» (телекоммуникации, Интернет и т. д.), бурных финансовых инноваций и вызванных ими процессов глобализации, привел к небывалому росту степени финансовой хрупкости во всей мировой экономике. Такой подъем во всем мире усыпил бдительность хозяйствующих субъектов, набравших много «сомнительных» долгов и ставших неликвидными и неплатежеспособными. Такими субъектами оказались не только промышленные компании США, но и домохозяйства, которые в течение более десяти лет перед кризисом неуклонно увеличивали свою задолженность, связанную, в частности, с покупками недвижимости, двигаясь к режиму Понци-финансирования. Длительный бум потребительского кредитования в условиях снижения доли реальной заработной платы в национальном доходе США и углубления неравенства в распределении доходов и богатства привел к банкротству многие домохозяйства и закончился «моментом Мински» – обвальным падением цен на активы и экономическим кризисом.

В очередной раз подтвердился тезис о том, что «стабильность дестабилизирует»: долгие годы процветания привели к небывалому накоплению финансовой хрупкости. Так, с 2003 г. объём мирового рынка кредитно-дефолтных свопов (CDS)<sup>3</sup> ежегодно

---

<sup>3</sup>Кредитно-дефолтный своп представляет собой контракт, в соответствии с которым покупатель этого свопа делает ряд платежей продавцу и в обмен получает доход, если долговой инструмент – обычно облигации – становятся дефолтными. Последнее означает, что по ним отказываются платить.

удваивался и к концу 2007 г. составлял 62,2 трлн долл.<sup>4</sup> При этом ВВП США в 2007 г. равнялся 13,8 трлн долл., а ВВП всего мира – около 55 трлн. В результате Великая рецессия оказалась закономерной расплатой. Похожие процессы наблюдались и в других странах и регионах – от мексиканского долгового кризиса начала 1980-х и кризиса в Юго-Восточной Азии конца 1990-х гг. до греческого дефолта летом 2015 г.

Описанная гипотеза приводит к следующему заключению: финансовая система капитализма одновременно и обеспечивает его адаптируемость, и служит важнейшим источником его нестабильности. Этот тезис подтверждает недавняя экономическая история не только США, Западной Европы, Латинской Америки и Юго-Восточной Азии, но и постсоветской России.

### **Финансовая нестабильность в постсоветской России**

В России до 1991 г. включительно проблем, связанных с накоплением финансовой хрупкости, не было, поскольку господствовала плановая экономика. Однако с 1992 г. начались радикальные рыночные преобразования, включавшие зарождение и развитие фондовых рынков. Из-за низкой степени рациональности тех, кто предъявлял спрос на ценные бумаги – «рядовых российских домохозяйств», а также короткого горизонта планирования вкуче с глубочайшим экономическим кризисом на этом рынке в начале – середине 1990-х «правили бал» самые настоящие финансовые пирамиды, «талантливые» последователи Понци наподобие Мавроди. Впрочем, гипотеза финансовой нестабильности – не о случаях жульничества, а о тенденции переходить на «хрупкий» режим финансирования, требующий для «поддержания на плаву» увеличивать свою задолженность.

В 1994–1998 гг. в России в связи с реализацией жесткой денежной политики и пресечением финансирования бюджетных дефицитов посредством эмиссии наличности стал бурно развиваться рынок ГКО – ОФЗ (зародился в 1993 г.). Объем их размещения вырос со 160 млрд руб. в 1995 г. до 502 млрд руб. в 1997 г. Почти с самого начала выплаты по уже эмитированным обязательствам финансировались за счет эмиссии новых

---

<sup>4</sup> ISDA (2010).

бумаг. При этом в конце 1997 г. резко возросли процентные ставки по кредитам и государственным обязательствам. Если в III квартале 1997 г. средняя доходность ГКО составляла 19%, то ко II кварталу 1998 г. – 49,2%. Ставка по однодневным кредитам за тот же период увеличилась с 16,6% до 44,4%. Стремясь исправить ситуацию, российские власти постоянно повышали ставки по государственным обязательствам. Кроме того, они пытались получить очередные кредиты у МВФ и Всемирного банка. Такой режим Понци-финансирования рано или поздно должен был закончиться крахом. Он и случился в августе 1998 г., когда был объявлен дефолт.

Резкое падение реальной заработной платы и обвальное обесценение рубля, последовавшие за дефолтом, стимулировали подъем российской экономики в нулевые годы. Первоначально отечественные хозяйствующие субъекты действовали осторожно, не набирая «сомнительных долгов», но «стабильность дестабилизирует»: с середины 2000-х гг. в нашей стране наблюдается активно накопление финансовой хрупкости.

Во-первых, начались вышеописанные процессы секьюритизации. Напомним, что речь идет о механизме, при котором кредиты и другие финансовые активы списываются с баланса компании (банка), отделяются от остального имущества и передаются специально созданному финансовому посреднику, а затем рефинансируются (обычно за счет эмиссии ценных бумаг, обеспеченных активами). Секьюритизационные сделки начали реализовываться отечественными банками и компаниями в 2004 г., а в 2008 г. их объем достиг 7 млрд долл. Примерно в конце 2007 г. – начале 2008 г. наметился переход к доминированию спекулятивного и Понци-финансирования. Доля кредитов отечественных банков реальному сектору в общей сумме их активов составляла в 1999 г. 28,4%, в 2003 г. – 39,2%, в 2007 г. – 42,7% и в 2008 г. – 46,8%. У российских предприятий отношение долга к собственным средствам составляло в 1999 г. 60,8%, в 2003 г. – 73,3%, в 2007 г. – 78,9% и в 2008 г. – 123,7% [7. С. 61–62]. Таким образом, хотя у спада производства в России в 2008–2009 гг. было много причин, одной из них стало накопление финансовой хрупкости.

Поэтому санкции, введенные Западом против отечественного бизнеса, в той части, в которой запрещали «перекредитова-

ние», оказались болезненным ударом. За время «спокойного» подъема 2010–2013 гг. российские субъекты накопили большое количество долгов в режимах спекулятивного и Понци-финансирования. Так, совокупная доля кредитов внутри страны выросла с 16% в 2003 г. до 55% ВВП в 2013 г., а только за 11 месяцев 2013 г. потребительские кредиты увеличились на 24% [8]. При этом, если в 2007 г. объем долга заемщика по отношению к годовой заработной плате равнялся 12%, то в начале 2013 г. – 25% [9].

В частности, мы полагаем, что серия банкротств многих российских турфирм в 2014–2015 гг., серьезно подорвавших эту важную для России отрасль, можно объяснить именно гипотезой финансовой нестабильности. Приведем несколько конкретных примеров на основе официальных публикаций в различных электронных изданиях по поводу несостоятельности туристических компаний Северо-Запада.

Так, в январе 2015 г. Арбитражный суд Санкт-Петербурга и Ленинградской области обнародовал официальные данные, согласно которым имущество петербургской турфирмы «Нева» было оценено на сумму в 725,49 млн руб., в то время как общая сумма ее задолженности превысила 1,23 млрд руб. [10].

К петербургскому туроператору «Верса», приостановившему свою деятельность в сентябре 2014 г., было предъявлено к концу апреля 2016 г. более 1500 заявлений о взыскании задолженности, причем большая часть из них приходилась на требования физических лиц [11].

О приостановке деятельности компании «Экспо-тур» стало известно 30 июля 2014 г. Согласно материалам следствия, «владельцы названных компаний, зная о больших неоплаченных счетах перед своими партнерами и не имея возможности погасить долги из своих средств, продолжали собирать деньги с граждан, продавая им путевки и вводя своих клиентов в заблуждение относительно своих намерений и реальных возможностей исполнения обязательств по организации туристических поездок» [12]. Аналогичные причины вызвали банкротства и других подобных компаний («Солвекс-турне», «Атлас Трэвел», «Нордик Стар», «Ветер странствий») [13].

Таким образом, реалии постсоветской России, как в отдельных секторах, так и на макроуровне, указывают на то, что за последние двадцать лет экономические кризисы были связаны с накоплением финансовой хрупкости.

## Литература

1. *Minsky H. P.* Central banking and money market changes // Quarterly Journal of Economics. – 1957. – Vol. 71. – № 2. – P. 171–187.
2. *Carvalho F. J. C.* Mr. Keynes and Post Keynesians. Principles of macroeconomics for a monetary production economy. Aldershot: Edward Elgar, 1992.
3. *Minsky H. P.* The Financial instability hypothesis // The Jerome Levy Economics Institute Working Papers. – 1992. – № 74.
4. *Minsky H. P.* The financial instability hypothesis: A restatement. Arestis P., Skouras T. (eds.) / Post-Keynesian economic theory: A challenge to neoclassical economics. – Brighton: Wheatsheaf, 1985.
5. *Tymoigne E.* Minsky and economic policy: «Keynesianism» all over again? // The Jerome Levy Economics Institute Working Papers. – 2008. – № 547.
6. *Minsky H. P.* Securitization // The Jerome Levy Economics Institute Policy Note. – 2008. URL: [http://www.levyinstitute.org/pubs/pn\\_08\\_2.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/pn_08_2.pdf)
7. *Столбов М.* Гипотеза финансовой нестабильности Хаймана Мински и экономический кризис в России // Мировая экономика и международные отношения. – 2010. – № 3.
8. *Кравченко Л. И.* Закредитованность населения и экономики России. URL: <http://rusrand.ru/actuals/zakreditovannost-naselenija-i-ekonomiki-rossii>
9. *Титов С.* Банки впервые признали высокую закредитованность действующих клиентов. URL: <http://www.gazeta.ru/business/2013/05/29/5361589.shtml>
10. *Черенева В.* Долги турфирмы «Нева» в полтора раза превысили ее активы. URL: <http://rg.ru/2015/01/20/reg-szfo/dolg-anons.html>
11. *Архарова И.* Долги турфирмы «Верса» предлагается покрыть её автобусами. URL: <http://www.tourprom.ru/news/32352/>
12. От «Невы» до «Версы»: три месяца падения петербургского турбизнеса. URL: <http://tass.ru/spb-news/1448295?page=3>
13. URL: <http://tass.ru/spb-news/1448295>