

УДК 338.124.4

«ГИПОТЕЗА ФИНАНСОВОЙ ХРУПКОСТИ Х. МИНСКИ И МЕХАНИЗМ РОССИЙСКОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО КРИЗИСА»

А.А. Федорова

Финансовый университет при Правительстве РФ, г. Москва

Рассматривается теория Х. Мински о роли финансовой хрупкости в экономическом цикле. Анализируется формирование на российском рынке двух пузырей – на рынке недвижимости и на рынке ипотечного и потребительского кредитования, что в свою очередь является определенным индикатором состояния российских рынков реальных активов.

***Ключевые слова:** финансовая нестабильность, финансовый пузырь, гипотеза Мински, спекулятивное финансирование.*

Хайман Филип Мински (1919 – 1996 гг.) – американский экономист, автор гипотезы финансовой нестабильности, представитель монетарного посткейнсианства. Основные его достижения лежат в доработке идей Дж.М.Кейнса, которые до этого были искажены или просто не учтены. Одним из важных научных вкладов Мински стала теория инвестиций, которая была разработана на основе 17-й главы «Общей теории..», в которой говорится, что ценность любого актива длительного пользования определяется его «собственной нормой процента», то есть он равен сумме всех выгод от него за вычетом издержек на его содержание. По мнению Мински, данный показатель равен цене спроса на этот актив и отражает ценность для конкретного инвестора. Данная теория характеризуется наличием двух уровней цен: цена спроса, зависящая от ценности ожидаемых доходов от использования активов, и цена предложения, зависящая от условий их производства. Инвестиции в актив будет осуществляться только при превышении цены спроса и цены предложения.

Главным достижением Х. Мински является теория экономической динамики (или гипотеза финансовой хрупкости), которую он первоначально назвал гипотезой финансовой нестабильности. Данная гипотеза заключается в том, что положительные тенденции экономической динамики усугубляются снижением уровня цен («цен предложения» по Мински), так как это снижение ведет к увеличению долгов и к неплатежеспособности многих производственных единиц.

Гипотеза финансовой хрупкости – это «теория о том, как капиталистическая экономика эндогенно порождает финансовую структуру, которая подвержена финансовым кризисам» [13, с. 289]. Под финансовой структурой здесь понимается «...рыночные взаимодействия между заемщиками и заимодавцами и отражающие это взаимодействия балансы нефинансовых фирм, посредников и домохозяйств» [14, с. 97]. В данной гипотезе экономическая динамика в большей степени определяется тем, как организации инвестируют в основной капитал. На первоначальном этапе (в фазе оживления) доминирует обеспеченное финансирование, где текущие денежные потоки фирм способны погасить долг и проценты по нему. Это происходит по той причине, что фирмы в большей степени опираются на

внутренние финансовые источники, а не на внешние средства. На данном этапе риски заимодавца и заемщика высоки, но со временем они уменьшаются. Как писал Дж.М.Кейнс: «В период бума общераспространённая оценка степени риска со стороны должника, так и кредитора, имеет тенденцию становиться необычайно и неблагоприятно низкой» [4, с. 210]. Как следствие, фирмы активно переходят на внешнее финансирование капиталовложений. Это приводит к тому, что большинство фирм за счет своих денежных поступлений в состоянии погасить проценты по долгам, но не сам долг, и тогда фирмы вынуждены брать новые кредиты, чтобы не стать банкротами. Данную ситуацию Мински назвал спекулятивным финансированием. Если ситуация начинает усугубляться (рост процентных ставок, падение денежных поступлений и т.д.), то наблюдается «схема Понци», где фирма не может оплатить даже проценты по кредиту. Существует только один выход из такой ситуации – увеличение объема задолженности для погашения старых кредитов. И если фаза бума характеризуется спекулятивным финансированием, то фаза спада – схемой Понци. Это происходит по той причине, что со временем фирмы либо не смогут получить новые кредиты, либо из-за общей нехватки финансовых ресурсов в экономике, либо из-за слишком высокого показателя риска заимодавца. Если же фирмы попытаются продать свои производственные активы, то это приведет к общему снижению цены спроса на них, уровню инвестиций и к экономическому кризису.

Из вышесказанного можно сделать следующие выводы:

во-первых, финансовые кризисы могут быть вызваны не только неблагоприятными изменениями ожиданий экономических субъектов, но и неспособностью большинства фирм погасить свой долг;

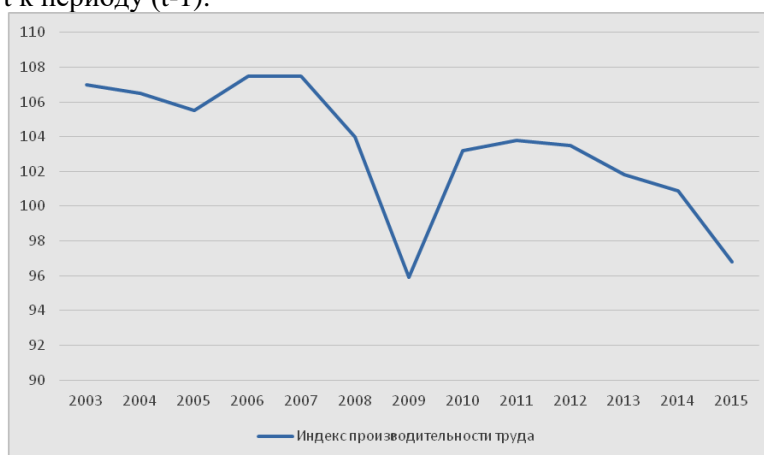
во-вторых, данная гипотеза не просто названа «гипотезой финансовой хрупкости», это характеристика того, что в ходе делового цикла финансовая система становится все более хрупкой.

Сам автор данной гипотезы охарактеризовал ее 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» [13].

После смерти Мински, его идеи и взгляды начали активно разрабатываться его последователями по всему миру, а мировой кризис 2008 г. вызвал бурное развитие его концепции. Согласно теории Мински существуют очевидные причины данного кризиса. В докризисный период наблюдался резкий рост развития информационных технологий, финансовых инноваций и процессов глобализации, что привело к увеличению финансовой хрупкости во всей мировой экономике. Данный кризис, по мнению Мински, оказался результатом деятельности институтов позднеиндустриальной денежной экономики, и для его преодоления необходима полная реорганизация данных институтов.

Но вернемся к кризисам, которые произошли за последние годы на российском сырьевом рынке и на рынке недвижимости. На рис. 1 изображен индекс производительности труда, подсчитанный Росстатом как индекс изменения валового внутреннего продукта периода t к периоду $(t-1)$ в постоянных рыночных ценах деленное на индекс изменения совокупных

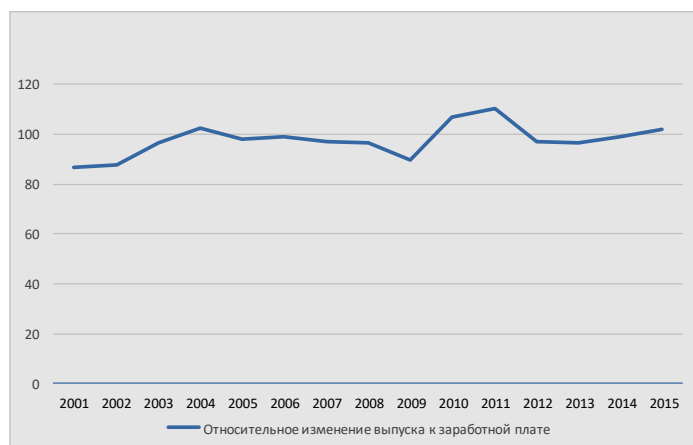
затрат труда (СЗТ) в эквиваленте полной занятости по экономике в целом периода t к периоду $(t-1)$.



Источник: составлено автором на основе данных Росстата.

Р и с . 1. Индекс производительности труда (ВВП/СЗТ)

Но если посчитать индекс производительности труда за счет выпуска и заработной платы, то мы видим совершенно другой график (рис. 2).



Источник: составлено автором на основе данных Росстата

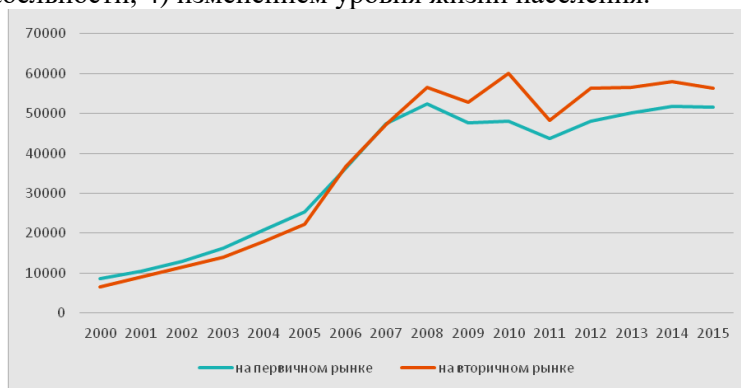
Р и с . 2. Относительное изменение выпуска к заработной плате

Данные графики отличаются значениями до 2005 г. Это означает, что в этот период рост заработной платы был больше, чем ВВП, но меньше чем объем выпуска после 2013 г. Это говорит о том, что наблюдается спад ВВП, но происходит рост общей производительности. Но на графиках видно два образовавшихся пузыря на российском рынке: с 2004 по 2008 гг. и с 2010 по 2012 гг.

Сначала рассмотрим пузырь на рынке недвижимости. На рис. 3 виден устойчивый рост цен на недвижимость в период с 2000 по 2008 гг. В период 2008-2009 гг. происходил мировой финансовый кризис, впоследствии цены то резко росли, то падали (как в 2011 г.). С 2014 г. цены стабильно пошли вниз.

Рост цен в большей степени был обусловлен следующими факторами [1]: 1) стабильным ростом цен на нефть; 2) увеличением себестоимости строительных работ; 3) улучшением качества строения в плане их

комфортности; 4) изменением уровня жизни населения.



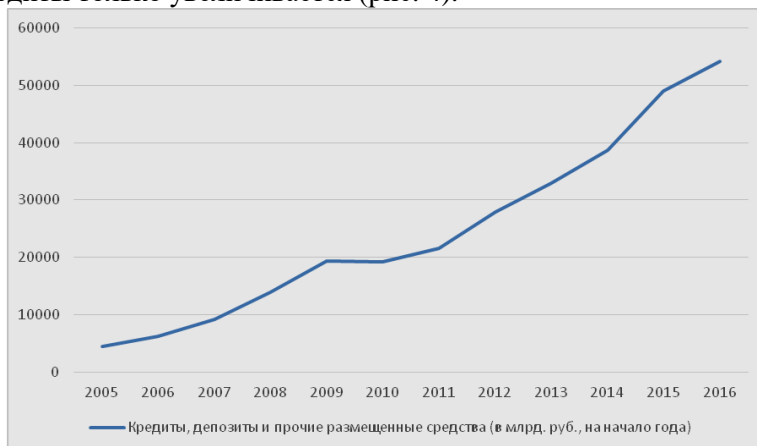
Источник: составлено автором на основе данных Росстата

Р и с . 3. Средние цены на первичном и вторичном рынках жилья по Российской Федерации (на конец периода, руб. за 1 кв. м. общей площади)

Мировой экономический кризис 2008 г. оказал влияние на рынок недвижимости и стоимость квадратного метра упала примерно на 35 %, но уже к 2009 г. рынок медленно стабилизировался. Повторный рост цен был вызван тем, что цены на вторичное жилье стали расти за счет уменьшения предложения, так как многие продавцы решили отложить запланированные сделки до лучших времен.

Но большинство экспертов предполагают, что в текущем году лопнет пузырь на российском рынке недвижимости. Этому способствует несколько основных факторов, а именно [10]: 1) резкое увеличение количества предложения на рынке (в апреле 2015 г. средний рост объема предложений к декабрю 2014 г. составил 34–40 %, что представляет собой абсолютный рекорд за последние десять лет); 2) повышение среднего периода продажи квартиры; 3) застройщики активно стали предлагать различные акции (скидки, рассрочки, выгодная ипотека и т.д.).

Следующий пузырь образовался на рынке ипотечного и потребительского кредитования. С каждым годом количество людей, которые берут кредиты только увеличивается (рис. 4).

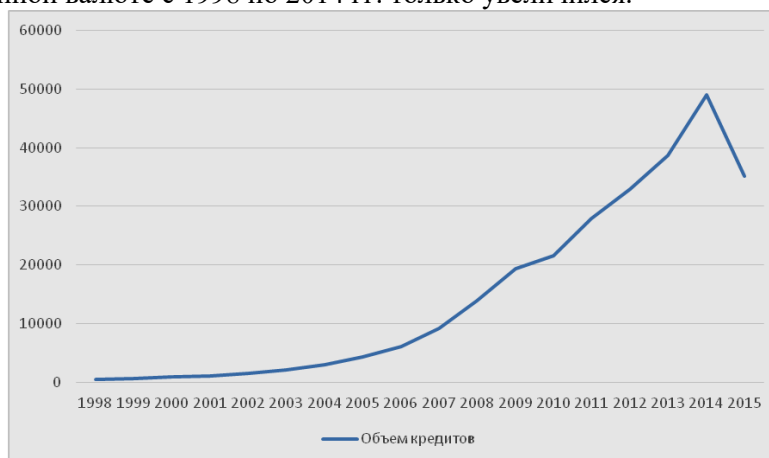


Источник: составлено автором на основе данных Росстата

Р и с . 4. Кредиты, депозиты и прочие размещенные средства, предоставленные организациям, физическим лицам и кредитным организациям, млрд рублей.

В 90-х и начале 2000-х люди с опаской относились к кредитам и к банковской системе в целом. В тоже время банки проверяли более тщательно кредиторов, чтобы быть уверенными, что выданный кредит будет возвращен с процентами в полной мере и в срок.

Но постепенно кредиты начали набирать обороты, у люди появилось доверие к банкам. Как видно из рисунка 5 объем кредитов, предоставленных предприятиям, организациям, банкам и физическим лицам в рублях и иностранной валюте с 1998 по 2014 гг. только увеличился.



Источник: составлено автором на основе данных Росстата

Р и с . 5. Кредиты, предоставленные предприятиям, организациям, банкам и физическим лицам (на начало года, млрд. руб.)

Это происходило за счет того, что банки, конкурируя между собой за клиентов, с каждым годом уменьшали требования, предъявляемые к кредитозаемщикам. На данный момент большинство банков начали выдавать кредиты при наличии только паспорта. Все это привело к увеличению рисков, что спровоцировало рост процентной ставки по кредиту.

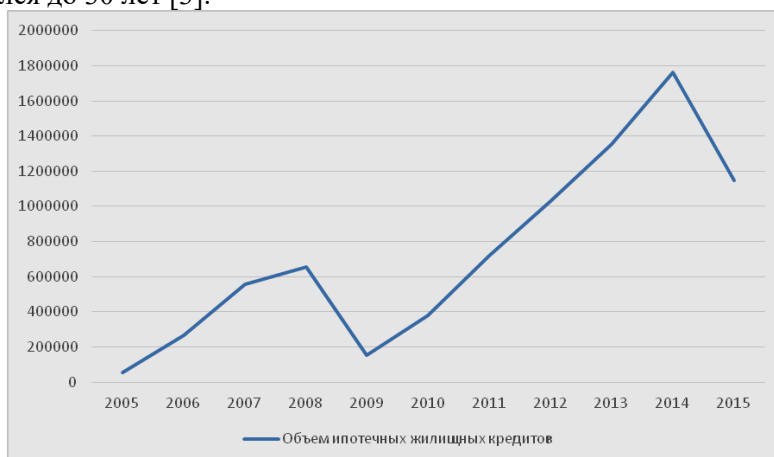
На сегодняшний день в банковской сфере существует «профицит ликвидности», что провоцирует банки выдавать высокорисковые кредиты, причем в большей степени их берут физические лица. «Потребительские кредитование, в свою очередь, разгоняет инфляцию, что является поводом для беспокойства регулятора, поскольку очередной кредитный пузырь может «затормозить процесс снижения инфляции»» [9].

Данный рост спроса на кредиты среди населения эксперты объясняют «оживлением экономики, отложенным спросом на кредиты и снижением ключевой ставки Центрального Банка. Среди других причин, способствующих намечающемуся потребительскому буму, эксперты называют агрессивные рекламные кампании банков, точечную работу банкиров с «хорошими» заемщиками, пережившими вторую волну кризиса» [9].

Что касается рынка ипотечного кредитования, то ипотека в конце XX в. выдавалась под 40% годовых и сроком на три года, поэтому не пользовалась особым спросом среди граждан [3].

Массовое использование ипотечных кредитов началось с 2005 г., когда процентная ставка уменьшилась до 14 % и начался значительный рост цен на недвижимость. К 2008 г. ставка была уже равна 10-12 %, а срок кредитования

увеличился до 30 лет [3].



Источник: составлено автором на основе данных Аналитического центра по ипотечному кредитованию и секьюритизации

Р и с . 6. Объем выданных ипотечных жилищных кредитов (млн руб.)

Как видно из рисунка 6, рост ипотечного кредитования был в период с 2005 по 2008 гг., потом из-за кризиса 2008 г. был резкий спад, но отрасль быстро смогла восстановиться и снова показала стабильный рост до 2014 г.

Кризис коснулся и реального сектора экономики. «Капитализация российских компаний снизилась за сентябрь-ноябрь 2008 г. на три четверти; золотовалютные резервы сократились на 25 %»[3]. В конце 2008 г. российским компаниям необходимо было выплатить 47,5 млрд долл. зарубежным кредиторам; а к концу 2009 г. сумма внешних выплат уже должны была равняться 115,7 млрд долл. [8].

Из-за кризиса в 2008 г. в России начался массовый отток иностранного капитала с российского рынка ценных бумаг, сокращался лимит иностранного кредитования российских заемщиков, сильно сократился спрос на основные предметы экспорта – на энергетические товары и изделия металлургии, что вело к снижению цены на них.

Особенно тяжелая ситуация сложилась в то время в банковской системе, «по оценкам Банка России, незахеджированная открытая валютная позиция российских банков (несовпадение их обязательств и активов) к осени 2008 г. составила примерно 130 млрд долл., что соответствовало величине капитала банковской системы» [15, с. 107].

Благодаря кризису началось оздоровление российской банковской системы, государство более тщательно начало следить за их деятельностью. С каждым годом количество банков сокращается, а требования и проверки к ним становятся жестче. Это говорит о том, что Центральный Банк старается оставить только малое число крупных банков, которые будут работать эффективно и не приведут к повторению кризиса. Мелкие банки являются слабыми, имеют ограниченное количество вкладчиков и заемщиков, поэтому могут нарушать закон. Это приводит к тому, что доверие клиентов к таким банкам и всей финансовой системе чрезмерно низкое.

Помимо оздоровления банковской системы, в России происходит уход от старой экспортно-ориентированной модели. Кризис показал, что страна не

может развиваться только за счет экспорта сырьевых ресурсов, во-первых, из-за нестабильности цен на них происходит неустойчивое развитие, во-вторых, в этом случае страна обречена на большие отставания в технологической и институциональной сферах. «Необходимость постоянного перераспределения средств от малоемкого с точки зрения занятости сырьевого сектора в низкоэффективный сектор с высокой занятостью приводит к гипертрофированной роли государства в экономике, подавлению и искажению рыночных стимулов, доминированию ренто-ориентированных и иждивенческих установок в обществе» [6, с. 4].

Все это показывает необходимость формирования новой модели роста, которая в большей степени ориентирована на «экономику предложения». «Последовательная ориентация на снижение инфляции позволит изменить механизм предложения денег, повысит склонность к сбережениям и долгосрочному инвестированию, снизит зависимость экономики от конъюнктуры внешних рынков. Новые бюджетные правила призваны снизить отрицательное влияние несбалансированности во внешней торговле на государственные финансы и макроэкономическую стабильность. В финансовом регулировании необходима система заблаговременного предупреждения возникновения дисбалансов» [6].

Наличие двух образовавшихся пузырей на российских рынках недвижимости и потребительского и ипотечного кредитования подтверждает теорию Х. Мински о финансовой хрупкости. Она подтверждается тем, что произошло на российских рынках: в фазе роста фирмы опирались на внутренние финансовые источники и высоко оценивали свои риски, но постепенно они уменьшались. Как следствие, компании начинают активно использовать внешнее финансирование для своих капиталовложений. Это приводит к тому, что большинство фирм за счет своих денежных поступлений в состоянии погасить проценты по долгам, но не сам долг, и теперь компаниям приходится брать новые кредиты для того, чтобы не обанкротиться.

Список литературы

1. Динамика цен на квартиры и коммерческую недвижимость в 2000–2014 г. [Электронный ресурс] // Цены на недвижимость: актуальная статистика. URL: <http://realty.kurs-kotirovka.ru/publikacii/dinamika-2000-2014/> (дата обращения: 27.02.2017).
2. Еремина А. Базельский комитет счел, что банковское регулирование в России соответствует его стандартам (15.03.2016) [Электронный ресурс] // Ведомости : электрон. газ. URL: <http://www.vedomosti.ru/finance/articles/2016/03/16/633718-bazelskii-komitet-schel-bankovskoe-regulirovanie-rossii-sootvetstvet-standartam> (дата обращения: 27.02.2017).
3. Мировой финансовый кризис 2008 года и последствия для России (16.08.2013) [Электронный ресурс] // РИА Новости. URL: <http://ria.ru/spravka/20130816/956672411.html> (дата обращения: 27.02.2017) Ипотеке в РФ 15 лет: история развития, достижения, проблемы и прогнозы, от 05.09.2012
4. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. М.: Прогресс, 1978. 494 с.
5. Медведев: Российским банкам предоставят кредит на 950 млрд. рублей на пять лет (07.10.2008) [Электронный ресурс] // NEWru.com. URL: <http://newsru.com/finance/07oct2008/support2.html> (дата обращения: 27.02.2017)

6. Стратегия-2020: Новая модель роста – новая социальная политика: промежуточный доклад о результатах экспертной работы по актуальным проблемам социально-экономической стратегии России на период до 2020 года [Электронный ресурс]. URL: <http://im.kommersant.ru/content/pics/doc/doc1753934.pdf> (дата обращения: 27.02.2017)
7. Розмаинский И.В. Вклад Х.Ф. Мински в экономическую теорию и основные причины кризисов в позднеиндустриальной денежной экономике // Terra Economicus. 2009. Т. 7. № 1. С. 31–42.
8. Стеркин Ф. Долговые резервы (13.10.2008) [Электронный ресурс] // Ведомости: электрон. газ. URL: <http://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2008/10/13/dolgovye-rezervy> (дата обращения: 27.02.2017)
9. Фаляхов Р. Кредитами не увлекаться! (12.09.2016) // Газета.ru: электрон. газ. URL: <https://www.gazeta.ru/business/2016/09/11/10188347.shtml> (дата обращения: 27.02.2017).
10. Хусаинов И. На рынке жилья России надувается стальной пузырь (18.05.2015) // РБК. URL: <http://realty.rbc.ru/experts/18/05/2015/562949995212441.shtml> (дата обращения: 27.02.2017).
11. Minsky H. P. Central Banking and Money Market Changes // Quarterly Journal of Economics. 1957. May
12. Minsky H. P. Stabilizing an Unstable Economy. New Haven: Yale University Press. 1986.
13. 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.
14. 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.
15. Pro et Contra № 22, 2014. №3–4 Май-август.

«THE FINANCIAL FRAGILITY HYPOTHESIS BY H.MINSKY AND THE MECHANISM OF THE RUSSIAN ECONOMIC CRISIS»

A.A. Fedorova

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow

This article analyses H.Minski theory about the role of financial fragility in the economic cycle. The author considers the formation of two bubbles in the Russian market - in the real estate market and the market of mortgage and consumer lending, which in its turn is an indicator defining the condition of the Russian real assets market.

Keywords: *financial instability, financial bubble, Minsky hypothesis, speculative financing.*

Об авторе:

ФЕДОРОВА Анастасия Александровна – аспирант, Финансовый университет при Правительстве РФ, научный руководитель Ореховский Петр Александрович, г. Москва, тел.: +7(916)691-77-48, e-mail: nastya-fedor@mail.ru

About the author:

FEDOROVA Anastasija Aleksandrovna – Post graduate, Financial University under the Government of the Russian Federation, scientific supervisor Orekhovsky Petr Alexandrovich, e-mail: nastya-fedor@mail.ru

References

1. Dinamika cen na kvartiry i kommercheskuju nedvizhimost' v 2000-2014 g., aktual'naja statistika na internet-portale Ceny na nedvizhimost' (Rezhim dostupa: <http://realty.kurs-kotirovka.ru/publikacii/dinamika-2000-2014/>).
2. Eremina A. Bazel'skij komitet schel, chto bankovskoe regulirovanie v Rossii sootvetstvuet ego standartam, ot 15.03.2016, internet-portal Vedomosti (Rezhim dostupa: <http://www.vedomosti.ru/finance/articles/2016/03/16/633718-bazelskii-komitet-schel-bankovskoe-regulirovanie-rossii-sootvetstvuet-standartam>).
3. Ipoteki v RF 15 let: istorija razvitija, dostizhenija, problemy i prognozy, ot 05.09.2012, internet-portal RIA Novosti «Mirovoj finansovyj krizis 2008 goda i posledstvija dlja Rossii», ot 16.08.2013 (Rezhim dostupa: <http://ria.ru/spravka/20130816/956672411.html>).
4. Kejns Dzh.M. Obszhaja teorija zanjatosti, procenta i deneg. M.: Progress, 1978.
5. Medvedev: Rossijskim bankam predostavjat kredit na 950 mlrd. rublej na pjat' let, ot 07.10.2008, internet-portal NEWru.com (Rezhim dostupa: <http://newsru.com/finance/07oct2008/support2.html>).
6. Strategija-2020: Novaja model' rosta – novaja social'naja politika, promezhutochnyj doklad o rezul'tatah jekspertnoj raboty po aktual'nym problemam social'no-jekonomicheskoj strategii Rossii na period do 2020 goda, internet-portal Kommersant (Rezhim dostupa: <http://im.kommersant.ru/content/pics/doc/doc1753934.pdf>).
7. Rozmainskij I.V. Vklad H.F. Minski v jekonomicheskiju teoriju i osnovnye prichiny krizisov v pozdneindustrial'noj denezhnoj jekonomike, Zhurnal Terra Economicus, Vypusk №1/tom 7/2009, str.37 GRNTI: 06- Jekonomika i jekonomicheskie nauki, VAK RF: 08.00.00, UDK: 33 (Rezhim dostupa: <http://cyberleninka.ru/article/n/vklad-h-f-minski-v-ekonomicheskuyu-teoriju-i-osnovnye-prichiny-krizisov-v-pozdneindustrialnoy-denezhnoy-ekonomike>).
8. Sterkin F. Dolgovye rezervy, gazeta Vedomosti № 2215 ot 13.10.2008, (Rezhim dostupa: <http://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2008/10/13/dolgovye-rezervy>).
9. Faljahov R. Kreditami ne uvlekat'sja!, ot 12.09.2016, internet-portal Gazeta.ru (Rezhim dostupa: <https://www.gazeta.ru/business/2016/09/11/10188347.shtml>).
10. Husainov I. Na rynke zhil'ja Rossi naduvaetsja stal'noj puzyr', ot 18.05.2015, internet-portal RBK (Rezhim dostupa: <http://realty.rbc.ru/experts/18/05/2015/562949995212441.shtml>).
11. Minsky H. P. Central Banking and Money Market Changes // Quarterly Journal of Economics. 1957. May
12. Minsky H. P. Stabilizing an Unstable Economy. New Haven: Yale University Press. 1986.
13. 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.
14. 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.
15. Pro et Contra № 22, 2014. №3-4 Maj-avgust.