

## Денежно-кредитная политика и макроэкономика

СТАБИЛИЗИРУЯ  
НЕСТАБИЛЬНУЮ ЭКОНОМИКУ

Главы 1—2

Хайман Ф. МИНСКИ (1919—1996)

## Аннотация

В первой главе своей фундаментальной книги Хайман Мински формулирует методологические установки в экономических исследованиях и общие принципы экономической политики. Вторая глава посвящена анализу периода финансовой нестабильности в США с конца 1960-х до начала 1980-х годов и в первую очередь рецессии 1973—1975 годов. Автор показывает, что благодаря фискальному стимулированию со стороны Большого правительства и действиям центрального банка как кредитора в последней инстанции американской экономике удалось избежать депрессии и сравнительно быстро преодолеть рецессию. Это произошло не только потому, что дефицитное финансирование бюджетных расходов поддерживало спрос, но и потому, что возраставший государственный долг действовал как стабилизатор портфелей кредиторов. В этот период изменился характер протекания экономических кризисов и рецессий: вместо глубоких депрессий финансовая нестабильность приняла форму высокой и ускоряющейся инфляции.

**Ключевые слова:** гипотеза финансовой нестабильности, теория экономического цикла, влияние государственного долга на балансы, автоматические макроэкономические стабилизаторы.

**JEL:** B31, E12, E32, E44, E6.

*Minsky H. P. Stabilizing an Unstable Economy. New York: McGraw-Hill, 2008, pp. 3—41.*

Главы из книги: *Мински Х. Стабилизируя нестабильную экономику / Пер. с англ. Ю. Каптуревского; науч. ред. И. Розмаинский. М.: СПб: Изд-во Института Гайдара; Факультет свободных искусств и наук СПбГУ, 2016 [готовится к печати].*

Ойковочна • Політика

OIKONOMIA • POLITIKA

## Часть I. ВВЕДЕНИЕ

Глава 1.  
Экономические процессы,  
поведение и политика

По мере приближения к последнему десятиетию XX века в экономическом мире нарастает беспорядок. Два безопасных десятилетия после окончания Второй мировой войны стали временем спокойного поступательного развития нашей экономики. Однако в конце 1960-х годов и в США, и за пределами страны в порядок вещей вошло хаотичное движение. Периоды неустойчивой экспансии экономики перемежались всплесками ускорявшейся инфляции, повышением уровня хронической и циклической безработицы, банкротствами, растущими процентными ставками, кризисами в сфере энергетики и транспорта, поставках продовольствия, социальном обеспечении, городском хозяйстве и банковской деятельности. В середине 1960-х годов целостная социально-экономическая политика, прекрасно служившая после Второй мировой войны, распалась на части. Сегодня нам необходим новый подход, основанный на политическом синтезе

и принципиально отличающийся от мешанины, которая получается, когда к современной экономической системе применяется общепризнанная экономическая теория.

Несмотря на то, что такие жизненные проблемы, как личная безопасность, честность и порядочность, являются куда более важными, чем чисто экономические вопросы, в центре моего внимания находится стабилизирование экономики. Возможно, это несколько наивно, но всё изложенное ниже основывается на том посыле, что, когда экономика обеспечивает гражданам базисную безопасность и чувство собственного достоинства, потому что работа доступна всем и каждому, многие социальные проблемы «сжимаются» до вполне приемлемых размеров.

В эпоху, когда результаты хозяйственной деятельности указывают на необходимость экономических реформ, любая успешная программа изменений должна основываться на понимании функционирования экономических процессов в рамках, заданных существующими институтами. Предполагается, что мы достигаем этого понимания благодаря экономической теории. Последняя представляет собой продукт творческого воображения; ее понятия и мысленные конструкции — результат человеческого мышления. Национального дохода как такового не существует нигде, кроме как в теории, объединяющей для получения этого специального показателя разнородные элементы. Продавцы имеют дело не с кривыми спроса, но с покупателями. Способ воздействия денег и финансов на поведение системы может быть воспринят только в рамках теории, допускающей воздействие на происходящее и тех и других.

К сожалению, экономическая теория, которую преподают в колледжах и аспирантурах и которая на протяжении тридцати последних лет составляет основной багаж знаний студентов и практиков экономической науки, а также интеллектуальную основу экономической политики в капиталистических демократиях, страдает серьезными изъянами. Заключение, основывающиеся на моделях, которые выводятся из стандартной теории, не могут применяться к разработке политики для экономики нашего типа. Общепринятая экономическая теория, особенно та ее в высшей степени математизированная часть, которая разрабатывалась после Второй мировой войны, способна продемонстрировать, что абстрактно определенный механизм обмена приведет если не к оптимальному, то к сбалансированному результату<sup>1</sup>. В то же время этот математический результат доказывается для моделей, создатели которых абстрагируются от происходящего в залах заседаний советов директоров корпораций и на Уолл-стрит. В них не учитываются время, деньги, неопределенность, финансирование собственности на капитальные активы и инвестиции. Но если факторы, от которых абстрагируется теория, являются важными

---

<sup>1</sup> Серьезное изложение математической теории, в котором признаются ее ограничения, см. в: [Arrow, Hahn, 1971].

и релевантными, если финансовые отношения и организации оказывают значительное влияние на ход событий, мы приходим к выводу, что общепризнанная экономическая теория не позволяет нам утверждать, что современные децентрализованные рыночные экономики обеспечивают получение сбалансированных результатов. В действительности Уолл-стрит и деловые центры в других странах мира имеют важное значение; они порождают дестабилизирующие силы, и время от времени финансовые процессы в нашей экономике приводят к возникновению серьезных угроз в форме финансовой и экономической нестабильности. Это означает, что поведение экономики приобретает несбалансированный характер<sup>2</sup>.

В середине 1960-х годов, после почти двадцати лет «хорошего поведения», экономика начала вести себя так, что это вызвало серьезные сомнения в обоснованности стандартной теории. Начиная с кредитного сжатия в 1966 году, мы пережили целый ряд финансовых потрясений, похожих на настоящие кризисы (они происходили в 1970, 1974—1975, 1979—1980 и 1982—1983 годах). Каждое следующее из них было всё более серьезным и глубоким. В ответ на эти циклические явления официальные должностные лица и ученые мужи призвали к отказу от макроэкономической теории, созданной трудами Джона Мейнарда Кейнса. Они предложили вернуться к вроде бы проверенному временем и истинному анализу, основанному на классической микроэкономической теории. В действительности современная экономика ведет себя так, как, согласно теории Кейнса, и должна вести себя капиталистическая экономика с хрупкой финансовой структурой и большим правительством. Ошибкой является сама современная экономическая теория, допускающая грубейшие ошибки при истолковании учения Кейнса<sup>3</sup>.

Теория, которая отрицает возможность происходящего в действительности, рассматривающая неблагоприятные события как воздействие злонамеренных внешних сил (таких, как нефтяной кризис), а не как следствие характеристик экономического механизма, может удовлетворить потребность политиков в поиске злодеев или козлов отпущения. Но она не способна предложить полезное руководство по решению проблем. Современный стандартный корпус экономической теории, — так называемый неоклассический синтез, рядящийся и в монетаристские, и в общепризнанные кейнсианские «одежды», — быть может, и представляет собой утонченную логическую структуру. Но она не способна объяснить ни зарождение и развитие кризиса в нормально функционирующем народном хозяйстве, ни то, почему

---

<sup>2</sup> Если говорить о современных экономистах, то наиболее четко и ясно эта точка зрения была сформулирована представителями посткейнсианства. См.: [Davidson, 1972; Kregel, 1973; Minsky, 1975, 1978; Weintraub, 1978].

<sup>3</sup> Ключевой работой, без которой невозможно понять поведение капиталистической экономики с ее изощренными, сложными и эволюционирующими институтами, является книга Джона Мейнарда Кейнса «Общая теория занятости, процента и денег» [Keynes, 1936].

в определенные периоды времени экономика восприимчива к кризису, а в другие — нет<sup>4</sup>.

Очевидная для всех с конца 1960-х годов экономическая нестабильность является следствием хрупкой финансовой системы, которая представляет собой результат изменений в финансовых отношениях и институтах, накопившихся за годы, прошедшие со времени окончания Второй мировой войны. Непредвиденные и зачастую оставшиеся незамеченными изменения в финансовых отношениях и спекулятивное финансирование, порожденные успешным функционированием экономики, привели к тому, что правила монетарной (денежно-кредитной) и фискальной (налогово-бюджетной) политики, основывавшиеся на опыте 1950-х — начала 1960-х годов, утратили действенность. Никакие монетарные и фискальные манипуляции сами по себе не могли восстановить и поддерживать относительное спокойствие, царившее в 1950-е и в начале 1960-х годов. Условием его возвращения является осуществление фундаментальных институциональных изменений, схожих по масштабу с базисными реформами первых шести лет президентства Франклина Делано Рузвельта. Успех преобразований в значительной степени зависит от теоретического видения, которым они будут направляться. Такое видение позволит понять причины очевидной сегодня для всех нестабильности.

Если мы хотим, чтобы новая эра серьезных реформ принесла нечто большее, чем преходящий успех, нам необходимо понимание того, почему децентрализованный рыночный механизм (или «свободный рынок», как его называют консерваторы) представляет собой эффективный способ обращения с множеством «деталей» экономической жизни, а финансовые институты капитализма, особенно в контексте производственных процессов, основанных на применении капиталоемких технологий, по самой своей природе являются разрушительными. Восхищаясь достоинствами свободных рынков, мы должны признать и ограниченность области их эффективного и желаемого функционирования. Нам необходимо создать экономические институты, которые бы ограничивали и контролировали структуры пассивов, особенно финансовых институтов и производственных процессов, требующих крупных капитальных инвестиций. Как ни парадоксально, но капитализм уязвим ровно потому, что он не способен полностью ассимилировать процессы производства, в которых используются крупные капитальные активы.

Капиталистические общества являются неравноправными (*inequitable*) и неэффективными. Но такие их изъяны, как бедность, коррупция, неравномерное распределение благ и частной власти, а так-

---

<sup>4</sup> В этой книге мы будем возвращаться к модели неоклассического синтеза, которая описывается в книге [Patinkin, 1965]. Неоклассический синтез лежит в основе ряда широко известных научных работ [Friedman, 1970; Gordon, 1974; Tobin, 1980]. Предполагается, что неоклассический синтез объединяет в себе теорию цен, унаследованную от Леона Вальраса, и научные идеи Джона Мейнарда Кейнса.

же неэффективность, порождаемая монополиями (всё перечисленное выше может быть суммировано в утверждении о несправедливости капитализма), отнюдь не являются несовместимыми с выживанием капиталистической экономической системы. Неравенство и неэффективность могут быть сколь угодно неприятными, но не существует ни научного закона, ни исторических свидетельств, которые говорили бы нам, что условием поддержания экономического порядка должен быть некий уровень справедливости и эффективности. В то же время капиталистическая экономика не способна существовать в условиях, когда она колеблется между угрозами неминуемых резкого падения ценности активов и роста безработицы, с одной стороны, и угрозами ускоряющейся инфляции и безудержной спекуляции — с другой, особенно в тех случаях, если эти угрозы время от времени осуществляются. Если рыночный механизм функционирует без сбоев, мы должны предпринять меры, направленные на ограничение неопределенности, обусловленной деловыми циклами, так, чтобы ожидания, направляющие инвестиции, отражали бы идею спокойного прогресса.

Правление президента США Р. Рейгана и его программа, принятая в основных чертах в 1981 году, могли бы стать ответом на представление, в соответствии с которым в экономике страны существуют серьезные проблемы. Но в основу этой программы лег неправильный диагноз того, в чем именно заключался корень проблем, а также теория функционирования экономики, несовместимая с базисными институтами капитализма. Авторы программы полностью игнорировали феномен финансовой хрупкости, которая привела к нестабильности, ставшей очевидной для всех начиная с 1960-х годов. Меры по дерегулированию и успешная попытка добиться снижения темпов инфляции посредством крупномасштабных длительных монетарных ограничений, а также посредством безработицы, привели к обострению финансовой нестабильности, столь очевидной в 1967, 1970, 1974—1975 и 1979—1980 годах. В 1980-е годы интервенции кредитора последней инстанции, до поры до времени позволявшие скрывать проблемы хрупкой финансовой структуры во время сменявшихся друг друга кризисов в конце 1960-х и в 1970-х годах, превратились практически в повседневное явление. Всё выглядит так, что кризис середины 1982 года, когда мы увидели банкротство банка *Penn Square* из Оклахома-Сити и крах мексиканского песо, положил начало режиму перманентной финансовой турбулентности. В 1984—1985 годах мы были свидетелями интервенций кредитора последней инстанции, вызванных необходимостью реорганизации чикагского банка *Continental Illinois*, рефинансированием Аргентины, крахом застрахованных государством сберегательных институтов в штатах Огайо и Мэриленд, а также настоящей эпидемией банковских банкротств в аграрных штатах. Сдерживание нестабильности является важнейшей задачей экономической политики в 1980-е годы; при

этом она очень сильно отличается от задач экономической политики в 1950—1960-е годы.

Следствием продолжительного периода высокой безработицы, банкротств и предбанкротных состояний фирм и банков стало принципиальное изменение ориентации рабочей силы. Если в прошлом приоритетным для нее был уровень дохода, то теперь — обеспечение занятости. Макроэкономическая политика государства уже не гарантирует занятость. Единственной гарантией, которой, по всей видимости, пользуются в наши дни трудящиеся, являются соглашения о пониженных ставках заработной платы. Уступки со стороны работников ведут к сглаживанию той части делового цикла, которая обусловлена эффектом повышения издержек. В то же время это означает, что в периоды расширения производства потребительский спрос, вызванный повышением дохода в форме заработной платы, будет увеличиваться не слишком сильно. Во всяком случае, рейгановские реформы ведут к росту потенциала нестабильности, но, как и во многих вещах в экономике и политике, преобразования и их последствия заявят о себе в полный голос только через некоторое время. Даже если быстрое дефицитное восстановление будет означать очевидный успех рейганомики, одновременно будут заложены основания для еще одного раунда инфляции, кризиса и серьезной рецессии.

Экономические системы отнюдь не тождественны природным. Экономика представляет собой социальную организацию, созданную либо посредством законодательной деятельности, либо возникающую в эволюционном процессе изобретений и инноваций. Политика способна изменять составные части и общий характер экономики; поэтому в процессе разработки экономической политики необходимы и определение целей, и знание того, что фактически происходящие в народном хозяйстве процессы зависят от экономических и социальных институтов.

Следовательно, экономическая политика должна быть направлена на создание и развитие институтов, равно как и на их функционирование как комплекса. Институты создаются и в процессе законодательной деятельности, и являются результатом эволюционных процессов. Будучи узаконенными, институты начинают жить собственной жизнью и эволюционируют в зависимости от рыночных процессов. В динамично развивающемся мире у нас нет оснований ожидать, что проблемы институциональной организации будут разрешены раз и навсегда. С другой стороны, мы не можем заниматься непрерывными радикальными изменениями институтов. Если институциональное устройство воплощает в себе наилучшее современное восприятие процессов и целей, оно должно какое-то время функционировать так, чтобы его составляющие могли эволюционировать, а политика была ограничена деятельностью в рамках институциональной структуры. Надобность в бескомпромиссной институциональной реформе наступает только тогда, когда неадекватные результаты экономического

и социального порядка становятся очевидными, а серьезность проблем не вызывает сомнений. Это время пришло.

Основные контуры современной институциональной структуры были обрисованы в эпоху реформ президента США Ф. Д. Рузвельта, прежде всего, во времена второго «Нового курса», завершено к 1936 году. Создание этой структуры было реакцией на неспособность чрезвычайного законодательства 1936 года обеспечить быстрое восстановление, а также на волну решений Верховного суда об утрате силы различными законодательными актами, принятыми в первые сто дней 1933 года в рамках первого «Нового курса». Таким образом, современное институциональное устройство было сформировано в основном в первые годы правления Ф. Д. Рузвельта. Но с тех пор, благодаря Дж. М. Кейнсу и его «Общей теории занятости, процента и денег» (впервые увидела свет в 1936 году), наше понимание функционирования экономики принципиально изменилось.

В кейнсианстве существуют разные школы — консервативная, либеральная и радикальная. Некоторые уверены в ошибочности теории Дж. М. Кейнса, другие полагают, что он просто уточнил ряд положений существующей экономической теории, третьи не сомневаются, что ученый совершенно правильно порвал с прежними представлениями. Независимо от точки зрения на идеи Кейнса, нельзя не признать, что институциональное устройство экономики США было в основном создано до 1936 года. Следовательно, оно формировалось вне связи с изменениями, произошедшими в нашем восприятии под влиянием кейнсианской революции в экономическом анализе. Возможно, всё, на что мы способны здесь и сейчас, — это действовать согласно рекомендациям Кейнса в пределах законодательно установленной экономической структуры, отражающей докейнсианское понимание экономики.

Несмотря на то, что преобладающая экономическая теория и политический анализ далеко не полностью вобрали в себя идеи Дж. М. Кейнса о функционировании капиталистической экономики, достаточно было принятия его основного положения о возможности контроля над нашей экономической судьбой. Благодаря этому в послевоенную эпоху осознанное управление экономикой воспринималось как цель, открыто признаваемая правительствами всех стран мира. Одной из попыток такого управления стало принятие в США в 1946 году закона «О занятости», в соответствии с которым были созданы Совет экономических консультантов и Совместный экономический комитет сената и палаты представителей американского конгресса.

Согласие с утверждением о способности экономической политики направлять ход событий означает, что на первый план выходят ответы на вопросы: «Кому это выгодно?» и «Развитию каких производственных процессов будет оказано содействие?» Кроме того, поскольку мы признаем, что институты являются творением рук человеческих и, по крайней мере отчасти, продуктом сознательного решения, мы обязаны учитывать воздействия институционального устройства на социаль-

ные результаты. Апелляции к абстрактному рыночному механизму как детерминанту «для кого?» и «какого рода?» более недопустимы; для нас существуют только специфические, исторические рыночные механизмы<sup>5</sup>.

Экономическая политика должна отражать идеологические представления и вдохновляться представлениями об идеальном государстве. Но мы столкнулись с идейным крахом, с кризисом целей и задач, которые призвана решать экономическая политика. В 1926 году Дж. М. Кейнс описывал политическую проблему как необходимость «сочетания трех вещей: экономической эффективности, социальной справедливости и индивидуальной свободы. Первая нуждается в критическом подходе, предусмотрительности и технических знаниях; вторая — в бескорыстном и полном энтузиазма духе, в любви к простому человеку; третья — в терпимости, широте, должной оценке достоинств разнообразия и независимости, предпочтении всего, что открывает беспрепятственную возможность исключительности и дерзновенности» (цит. по: [Keynes, 1972a. P. 311]).

Необходимо, чтобы институты, содействующие триаде *эффективность, справедливость и свобода*, соответствовали современному уровню развития экономики и общества.

Учитывая, что за последние пятьдесят лет имел место огромный рост производительности ресурсов, в случае необходимости мы могли бы согласиться с изменением приоритета такой цели, как экономическая эффективность. Мы, по крайней мере в США, — богатые люди. Имеется в виду, что мы можем позволить себе отказаться от части объема выпуска ради обеспечения социальной справедливости и индивидуальной свободы. Решению этой задачи будет способствовать экономический порядок, предусматривающий интервенции, воздействующие на результаты децентрализованных рыночных процессов. Существование центров огромной частной власти и различия в богатстве ставят под угрозу достижение эффективности, справедливости и свободы. Поэтому нам в высшей степени желательной представляется политика, которая предусматривала бы отказ от некоторых предполагаемых преимуществ гигантских фирм и огромных финансовых организаций (возможно, что в действительности они не обладают подразумеваемыми преимуществами). В свете недавнего опыта, показавшего, что трудности, с которыми сталкиваются гигантские корпорации и финансовые институты, являются важнейшей причиной нестабильности, отравляющей экономическую жизнь, в интересах эффективности и стабильности необходимо будет добиться уменьшения уровня концентрации важнейших центров частной власти, так чтобы облегчить управление и контроль над ними.

---

<sup>5</sup> В современной экономической теории была предложена теорема о неэффективности политики (см.: [Sargent, Wallace, 1976]). Условием существования таких теорем является полное игнорирование институциональной структуры.



Социальная справедливость опирается на индивидуальное достоинство и независимость от центров как частной, так и политической власти. Более всего их сохранению и развитию соответствует экономический порядок, при котором источником дохода является либо право, либо справедливый обмен. Важнейшим источником дохода для всех должно быть вознаграждение за труд. Постоянная зависимость от расширяющейся системы трансфертных платежей (ради получения которых не было приложено ни малейших усилий) унижает их получателя и разрушает социальную ткань. Социальная справедливость и индивидуальная свобода требуют интервенций, направленных на создание экономики возможностей, в которой каждый, за исключением людей с серьезными физическими недостатками, прокладывает собственный путь в жизни посредством обмена своего труда на доход. Полная занятость является не только экономическим, но и социальным благом.

Было бы наивно предполагать, что все указанные социальные и экономические цели взаимно согласуются. Повышенное внимание к одной из задач может привести к ограничению способности к достижению других целей; отсюда необходимость установления приоритетов. Сам я склоняюсь в пользу личной свободы и демократических прав; охрана так называемых прав собственности — даже если они обеспечивают узко трактуемую ортодоксальной теорией экономическую эффективность — имеет не столь важное значение, как расширение индивидуальной свободы и поощрение социальной справедливости. Эти убеждения определяют мои политические позиции.

Несмотря на то, что в этой книге рассматривается, прежде всего, экономическая теория, а также предлагается интерпретация экономической истории, ее цель состоит в том, чтобы сформировать программу реформ нашей неудовлетворительно функционирующей экономики. Эффективные реформы не должны входить в конфликт с процессами, протекающими в экономике, и не должны мешать проявлениям характерных особенностей людей. Без понимания экономических процессов и без страстной, даже иррациональной, приверженности демократическим идеалам программа реформ, принятая в ответ на очевидную потребность в изменениях, может превратиться в инструмент демагогов, играющих на страхах и неудовлетворенности людей и предлагающих им «универсальные лекарства» и пустые лозунги<sup>6</sup>.

Предложения по реформе, которую предполагается осуществить, будут обязательно обрисованы в общих чертах. Детали должны уточняться конгрессом, администрацией и, будем надеяться, в ходе об-

---

<sup>6</sup> Модельной для политической экономии остается серьезная консервативная программа институциональной реформы и политической деятельности, предложенная Генри Саймонсом (см.: [Simons, 1934], переиздана в: [Simons, 1948]). Несмотря на то, что со времени опубликования работы Саймонса прошло более пятидесяти лет, предложения ученого всё еще заслуживают пристального изучения.

суждений с участием просвещенной публики, готовой к тому, чтобы серьезно подумать о направлении развития экономики<sup>7</sup>.

Нестабильность — вот главный недостаток экономики нашего типа. Она вызывается отнюдь не внешними шокowymi воздействиями, некомпетентностью или невежеством лиц, ответственных за проведение политики. Нестабильность обусловлена внутренними процессами в экономике нашего типа. Динамика капиталистической экономики с ее сложными, изощренными и эволюционирующими финансовыми структурами способствует возникновению условий, благоприятных для возникновения рассогласованности, выражающейся в безудержной инфляции или глубоких депрессиях. Но рассогласованность необязательно проявляет себя в полной мере, потому что тенденция к нестабильности может сдерживаться институтами или политикой. Отсюда у нас имеется возможность, скажем так, стабилизировать нестабильность<sup>8</sup>.

## Часть II. ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОПЫТ

### Глава 2.

#### 1975 год: не депрессия, а глубокая рецессия. Роль Большого правительства

При взгляде на события, происходившие в I квартале 1975 года (и повторившиеся в середине 1982 года), создавалось впечатление, что американская и мировая экономики стремительно скатываются в депрессию, способную превзойти по своим последствиям Великую депрессию 1930-х годов. На это указывали не только быстрое снижение доходов и взлет показателей безработицы. Практически ежедневно с финансовыми трудностями сталкивались еще один банк, еще одна финансовая организация, еще один муниципалитет, еще одна торгово-промышленная корпорация или еще одна страна. Например, в октябре 1974 года о своей несостоятельности объявил многомиллиардный нью-йоркский *Franklin National Bank* (в то время крупнейший из когда-либо терпевших банкротство американских банков). В начале 1975 года с огромными трудностями столкнулся нью-йоркский

---

<sup>7</sup> В 1926 году в памфлете «Конец Laissez-Faire» Дж. М. Кейнс ссылаясь на Эдмунда Берка, считавшего «одной из наиболее тонких проблем законодательства проведение различия между теми функциями, которые государство должно взять на себя, защищая общественные интересы, и теми, которые ему следует оставить на усмотрение отдельных людей, сведя к минимуму свое вмешательство» (цит. по [Keynes, 1972b]). (Кейнс цитирует Берка по книге Дж. Мак-Куллоха *Principles of Political Economy*.) Высказывание Берка о проблеме политики сохраняет актуальность и в наши дни.

<sup>8</sup> В настоящее время существует достаточно доказательств тому, что почти все многомерные, нелинейные и нестационарные системы являются эндогенно нестабильными. См.: [Day, 1982, 1983; Vercelli, 1984; Albin, 1985]. Как известно, если нестабильные системы ограничены верхними и нижними пределами, то эконометрический анализ результирующих временных рядов будет показывать, что такая система является стабильной (см.: [Blatt, 1978]). Начальный анализ ограниченных «взрывных» рядов см. в: [Minsky, 1957, 1959].

банк-миллиардер *Security National Bank*, которому пришлось пойти на вынужденное слияние. В 1974—1975 годах количество несостоятельных банков (и соответствующий объем активов) было рекордным за всё время после окончания Второй мировой войны. Более того, с серьезными трудностями столкнулась отрасль ипотечных инвестиционных трастов (ИИТ, *REIT*), совокупные активы участников которой превышали 20 млрд долл. Многие из трастов обанкротились или прошли через специальные программы финансового оздоровления. В 1982 году разразилась эпидемия банкротств сберегательных банков, а в середине года было объявлено об одном из самых впечатляющих случаев банковской несостоятельности. Следствием трудностей, с которыми столкнулся банк *Penn Square* из Оклахома-Сити, стали крупные убытки, которые понесли некоторые из «цитаделей» американской банковской сферы, такие как *Chase Manhattan*, *Continental Illinois* и *Seafirst*. Затем в середине 1982 года обрушился курс мексиканского песо; дефолт по многомиллиардным долгам большого количества латиноамериканских стран казался неминуемым.<sup>9</sup>

В том же 1975 году с финансовым кризисом столкнулся Нью-Йорк; о своей несостоятельности объявила розничная сеть *W. T. Grant and Company*; для того чтобы выполнить платежные обязательства, энергетическая компания *Consolidated Edison* была вынуждена продать свои активы штату Нью-Йорк; наконец, на пути к банкротству находилась авиакомпания *Pan Am*. В 1982 году фискальную (налогово-бюджетную) несостоятельность муниципалитетов удалось предотвратить, но явными или скрытыми банкротами стали такие известные каждому американцу компании, как *International Harvester* (холдинг машиностроительных компаний) и *Braniff* (авиакомпания). В обоих случаях казалось, что финансовый беспорядок окажется заразным. Наблюдатели опасались отрицательного воздействия происходивших событий на ценность всех национальных активов. Казалось, что мы недалеко от финансового кризиса. Но в мае 1975-го и в ноябре 1982 года нисходящее движение экономики резко прекратилось, и началась фаза быстрого расширения в рамках делового цикла.

Наглядно проявившиеся в 1974—1975 годах и в 1982 году эпизоды нестабильности никак нельзя отнести к изолированным событиям. Американская экономика уже давно, начиная с 1966 года, время от времени переживала периоды широко распространявшейся нестабильности. Серьезные угрозы финансового хаоса возникали в 1966, 1970 и в 1979 годах, но они были не сопоставимы ни по масштабу, ни по силе воздействия с событиями 1974—1975 годов и 1982 года. Несмотря на то, что возникшие финансовые трудности были более

<sup>9</sup> Кризис 1981—1982 годов эхом отозвался в 1984 году, когда банкротство банка *Continental Illinois* было предотвращено только благодаря крупному вливанию денежных средств со стороны Федеральной резервной системы, Федеральной корпорации страхования банковских вкладов и консорциума гигантских банков; дальнейший долговой кризис латиноамериканских стран угрожал платежеспособности многих крупнейших банков.

серьезными, чем в других случаях в прошлом, и даже принимая во внимание поведение участников денежного рынка и регулирующих органов, действовавших так, как будто надвигается полноценный финансовый кризис, сравнимый с событиями 1929—1933 годов, эти ожидания не оправдались.

В 1966 году имело место прекращение роста доходов и небольшое повышение уровня безработицы; это сочетание было названо «рецессией роста» (*growth recession*). Следующие четыре эпизода финансовых «травм» (в 1970, 1974—1975, 1979 и 1981—1982 годах) закончились настоящими рецессиями; особенно серьезными были спады во втором и в четвертом случаях. Глубина падения в 1974—1975 годах и последовавшее за ним «хромающее» восстановление были обусловлены в основном устойчивым характером финансовых трудностей. Таким образом, мы можем охарактеризовать происходившее либо как умеренно серьезную депрессию, либо как глубокую рецессию. Аналогично может быть охарактеризована и рецессия 1981—1982 годов.

Финансовая «травма» 1966 года и последующая рецессия были не единственными свидетельствами усиливающейся нестабильности в американской экономике. В последующие годы страна пережила наихудшую за всё мирное время инфляцию. К тому же в каждом из подъемов, следовавших за каждым новым финансовым кризисом, происходило увеличение темпов роста цен по сравнению с предшествовавшим периодом экономической экспансии. Хотя начиная с 1975 года показатели безработицы в большинстве своем оставались на высоком уровне, а показатели степени загрузки производственных мощностей — на низком, до окончания серьезной рецессии 1981—1982 годов рост базисного показателя инфляции (индекса потребительских цен) никогда не падал существенно ниже 6% в год.

Необходимым условием разработки экономической политики для США является понимание того, почему сегодня наша экономика гораздо более нестабильна, чем когда-либо ранее в послевоенный период, и почему эта нестабильность не приводит к глубокой и длительной депрессии. У нас нет оснований гордиться результатами американского народного хозяйства в прошедшем десятилетии, но нам, по крайней мере, удалось избежать катастрофы новой Великой депрессии.

Что же предотвратило наступление глубокой депрессии в 1975 и 1982 годах? Ответ следует искать в двух аспектах экономики. Первый из них состоит в том, что Большое правительство стабилизирует не только занятость, доходы, но и денежные потоки (прибыли) бизнеса, в результате чего остается устойчивой и ценность активов<sup>10</sup>. Второй аспект американской экономики заключается в том, что Федеральная резервная система (ФРС, *Fed*) вместе с другими правительственными-

---

<sup>10</sup> Это утверждение основывается на выводах из работ М. Калецкого. См.: [Kalecki, 1971], Chapter 7: The Determinants of Profits], также [Minsky, 1982a. P. 14—58], Chapter 2: Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles.

ми учреждениями и частными финансовыми институтами действует как кредитор последней инстанции. Далее будет утверждаться, что совместные действия правительства и центрального банка, столкнувшихся с финансовым беспорядком и снижением доходов, не только препятствуют возникновению глубоких депрессий, но и готовят почву для серьезной и ускоряющейся инфляции в последующий период. Господствующие в настоящее время институты и обычаи не воспрепятствовали действию сил, нарушающих равновесие. Вот что произошло: изменилась форма делового цикла. Там, где было глубокое и широкое «дно» депрессий, появилась инфляция.

### *Хронология рецессии 1973—1975 годов*

Длительность рецессии 1973—1975 годов составила шесть кварталов — с октября (или ноября) 1973-го по апрель (или май) 1975 года. Это была самая долгая рецессия после окончания Второй мировой войны. Мы можем разделить продолжавшееся на протяжении шести кварталов падение экономики на две фазы: легкий спад в течение четырех кварталов (октябрь 1973-го — октябрь 1974 года) и стремительное падение, продолжавшееся два квартала (октябрь 1974-го — апрель 1975 года). Даже если первая фаза рецессии может объясняться последствиями нефтяного шока, вызванного арабо-израильской войной 1973 года, то вторая стала результатом функционирования экономики.

В период с III квартала 1974 года и до начала II квартала 1975 года казалось, что небеса готовы обрушиться на землю. В сентябре 1974 года индекс промышленного производства составил 125,6 (в 1967 году — 100); через шесть месяцев его значение резко снизилось до 110,0 (темпы падения в среднем за год достигли 24,8%). Аналогично, показатель валового национального продукта (ВНП), пересчитанный в постоянных ценах 1972 года, составил в III квартале 1974 года 1210,2 млрд долл., а в I квартале 1975 года — 1158,6 млрд долл., то есть годовые темпы падения достигли 8,5% (табл. 2.1). В сентябре 1974-го — марте 1975 года темпы падения занятости гражданского населения в среднегодовом пересчете составили 6,7%.

Если бы темпы сокращения ВНП, наблюдавшиеся на протяжении шести месяцев (в последнем квартале 1974-го — I квартале 1975 года), сохранились в течение следующего полугодия, у нас были бы все основания говорить об очень глубокой депрессии. Но во II квартале 1975 года падение экономики резко остановилось, и начался не слишком быстрый подъем. В апреле 1975 года, по сравнению с предыдущим месяцем, увеличилась занятость по данным платежных ведомостей. Резко изменилась и динамика индекса промышленного производства. Если в I квартале 1975 года темпы его падения в годовом исчислении достигли 23%, то за III квартал того же года темпы роста данного индекса составили 10,6%. Если в I квартале 1975 года ВНП,

Т а б л и ц а 2.1

**Развитие событий в экономике США, 1973—1975 годы**  
(поквартальные данные)

	ВВП (млрд долл.)		Темпы роста		Ценовые дефляторы ВВП		Уровень безработицы (%)
	в текущих ценах	в постоянных ценах 1972 года	в текущих ценах	в постоянных ценах	индекс (1972 год — 100)	изменение в % (годовые темпы)	
<i>1973</i>							
I кв.	1265,0	1227,7	15,8	8,8	103,04	6,5	5,0
II кв.	1287,8	1228,4	7,4	0,2	104,84	7,2	4,9
III кв.	1319,7	1236,5	10,3	2,7	106,73	7,4	4,8
IV кв.	1352,7	1240,9	10,4	1,4	109,01	8,8	4,8
<i>1974</i>							
I кв.	1370,9	1228,7	5,5	-3,9	111,58	9,8	5,0
II кв.	1391,0	1217,2	6,0	-3,7	114,28	10,0	5,1
III кв.	1424,4	1210,2	9,9	-2,3	117,70	12,5	5,6
IV кв.	1441,3	1186,8	4,8	-7,5	121,45	13,4	6,7
<i>1975</i>							
I кв.	1433,6	1158,6	-2,1	-9,2	123,74	7,8	8,1
II кв.	1460,6	1168,1	7,7	3,3	125,04	4,3	8,7
III кв.	1526,5	1201,5	19,9	11,9	127,21	7,1	8,6
IV кв.	1573,2	1217,4	12,2	5,4	129,22	6,5	8,5

*Источник:* Economic Report of the President, January 1976. U.S. Government Printing Office, Washington, 1976.

выраженный в постоянных ценах, сократился в годовом исчислении на 9,2%, то во II квартале того же года темпы его роста «вышли в плюс» (3,3%), а в III квартале они превысили 11,9%.

Таким образом, в течение примерно шести месяцев траектория экономической динамики сделала два резких «разворота» (*reversals*). Первый раз незначительный спад перешел в стремительное падение, которое через шесть месяцев резко остановилось и почти мгновенно сменилось быстрым подъемом экономики. Эти внезапные «развороты» и являются признаками нестабильности. Они свидетельствуют о том, что в 1974—1975 годах экономика была более нестабильной, чем когда-либо прежде в послевоенный период.

Нестабильность увеличивает неопределенность. Принимать решения в экономике, в которой происходят резкие перемены, труднее, чем во времена постепенных изменений. Нарастающая неопределенность сама по себе оказывает угнетающее воздействие на экономическую деятельность, прежде всего на долгосрочные инвестиции. Что еще более важно, особенно при капитализме, нестабильность характеризуется тенденцией к усилению. Те, кто принимает решения, начинают «оглядываться» в поиске сигналов «раннего предупреждения» и проявляют повышенную чувствительность к краткосрочным индикаторам изменений в экономике. В результате инвесторы отдают предпочтение крупным финансовым выгодам, которые можно

получить относительно быстро, прямо «на качелях», по сравнению с более продолжительными и безопасными, хотя и меньшими по размерам выгодами, которые приносят инвестиции, способствующие долгосрочному экономическому росту и развитию. В терминологии, восходящей к Дж. М. Кейнсу, в нестабильной экономике «спекуляция преобладает над предпринимательством».

### *Что происходило в 1974—1975 годах?*

В последнем квартале 1974-го и I квартале 1975 года всё выглядело так, как будто экономика США движется в направлении общего финансового кризиса, за которым, если нас чему-нибудь учит история, должна была последовать глубокая депрессия. Доходы быстро снижались, а уровень безработицы к марту 1975 года подскочил до 8,6% (в марте 1974 года — 5,0%). К весне того же года банки, специализированные финансовые организации, энергетические компании, авиаконпании и торговые фирмы либо уже столкнулись с финансовыми трудностями, иногда приводящими к банкротствам, либо находились на пути к неминуемой встрече с ними. В октябре 1974 года было объявлено о несостоятельности многомиллиардного банка *Franklin National*, а немного уступавший ему в размерах *Security National Bank* избежал несостоятельности только благодаря слиянию с нью-йоркским *Chemical Bank* в январе 1975 года.

Не остались в стороне и европейцы, опасавшиеся, что мировая экономика движется к катастрофе, сопоставимой с событиями 1929—1933 годов. Разразившиеся в то время в Германии и Англии финансовые кризисы были сопоставимы с американским.

Однако резкое падение доходов и взрывной рост безработицы затормозились. США удалось избежать общего кумулятивного ухудшения финансовой ситуации, обусловленного взаимодействующими друг с другом процессами. Безработица вышла на пик (8,9%) в мае 1975 года, а индекс промышленного производства, упавший в апреле до 109,9%, в конце года вырос до 118,5%. Во II квартале 1975 года началось восстановление экономики, продолжившееся в 1976 году, когда стало ясно, что худшего удалось избежать. Финансовые рынки и экономика в целом доказали свою устойчивость — не произошло ни кумулятивной долговой инфляции, ни глубокой депрессии. Финансовые шоки 1974—1975 годов были полностью поглощены, а их последствия ликвидированы.

Если верить ученым, политикам и официальным должностным лицам, то экономике удалось избежать приближавшийся в 1974—1975 годах кризис только благодаря нормальному функционированию рыночных процессов. На самом же деле остановка резкого падения и последующее восстановление были достигнуты, прежде всего, в результате принятия сильных фискальных мер и срочных интервенций кредитора последней инстанции. Отчасти фискальные действия были

автоматическими в силу существования крупномасштабных программ адресной социальной помощи (трансфертных платежей) и налоговой системы, когда падение занятости ведет к резкому снижению налоговых поступлений, а отчасти они носили дискреционный характер, выразившийся в возврате налогов, уменьшении налоговых ставок и расширении страхования по безработице.

Ситуация, сложившаяся в 1974—1975 годах, не является изолированным эпизодом приближавшегося финансового кризиса и связанной с ним рецессии. Это был третий такой случай менее чем за десятилетие (еще два относятся к 1966 и 1970 годам). Непосредственной причиной каждого из них были действия Федеральной резервной системы, предпринимавшиеся в попытке обуздать инфляцию и приводившие к скачку процентных ставок. В то же время до середины 1960-х годов аналогичные усилия ФРС отнюдь не становились импульсом к финансовым кризисам. Дело в том, что условия финансовой среды, сложившиеся непосредственно после Второй мировой войны, принципиально отличались от тех, в которых пришлось действовать ФРС через двадцать лет после ее окончания.

После 1974—1975 годов мы были свидетелями еще двух эпизодов, связанных с финансовыми «травмами» — в 1979—1980 и в 1982—1983 годах. Каждому из них предшествовали действия Федеральной резервной системы, направленные на обуздание инфляции. Очевидно, что в финансовой среде, сформировавшейся после 1966 года, применение ФРС традиционных монетарных ограничений приводило к финансовым «авариям», а также безработице и сокращению объемов производства.

На протяжении послевоенной эры финансовая структура становилась все более и более восприимчивой к финансовым кризисам. Что определяет эту восприимчивость? В стандартном анализе функционирования экономики и воздействия политики на «конечный результат» не учитываются финансовые взаимодействия, являвшиеся частью процесса, который привел к спаду в 1974—1975 и восстановлению экономики в 1975—1976 годах. Анализ, построенный на традиционных кейнсианских или на популярных монетаристских моделях, не способен объяснить финансовую и экономическую нестабильность.

Для того чтобы понять события 1974—1975 годов и динамику других недавних деловых циклов, нам необходимо знать не только то, что происходило с доходами и занятостью, но и то, почему возникла и исчезала угроза долговой дефляции. Фактические события 1975 года показывают, что простая кейнсианская модель, в которой крупный дефицит государственного бюджета позволяет стабилизировать положение в экономике, а затем помогает ей перейти к экспансии, пусть даже она является приблизительной и ограниченной, сохраняет объяснительную силу. Но экономические отношения, которые находятся в центре нашего внимания, являются более сложными и не могут быть отображены в простой модели. Поскольку происходящее в нашей



экономике в значительной степени определяется финансовыми соображениями, экономическая теория сохраняет релевантность только в том случае, если она интегрирует в свою структуру и финансы.

Для того чтобы стабилизаторы дохода и финансов, используемые Большим правительством, заработали на полную мощность, необходимо время. Между тем финансовое давление в форме платежных обязательств по непогашенным краткосрочным долгам и снижающаяся ценность активов угрожают перерастанием финансовой напряженности в финансовый крах. Воспрепятствовать полноценному кризису позволяет только рефинансирование. В рецессиях, происходивших после 1965 года, это рефинансирование, или интервенции кредитора последней инстанции, осуществлялось ФРС, Федеральной корпорацией страхования банковских вкладов (ФКСВ, *FDIC*) и частными финансовыми институтами (главным образом гигантскими коммерческими банками по просьбе ФРС). Для того чтобы зарождающийся финансовый кризис не перерос в «созревшую» панику, даже в присутствии Большого правительства необходимы эффективные действия кредитора последней инстанции.

В 1975 году избежать тяжелой депрессии удалось благодаря правительственным интервенциям двух типов: (1) фискальной политике Большого правительства — во время рецессии крупные дефициты федерального бюджета непосредственно повлияли на доходы, способствуя выполнению частных финансовых обязательств и улучшению структуры портфелей; и (2) кредитору последней инстанции — Федеральная резервная система в сотрудничестве с частными и государственными организациями осуществила надлежащее рефинансирование.

### *Воздействия со стороны Большого правительства*

Американское правительство владеет относительно небольшим количеством средств производства и предоставляет относительно ограниченный объем услуг, но оно велико по размерам. В отличие от многих других стран, в США государство не владеет железными дорогами и не осуществляет перевозки, ему не принадлежат ни электростанции, ни телефонные системы. Оно не предоставляет и не оплачивает широкого ассортимента медицинских услуг. Если отвлечься от государственной корпорации *Tennessee Valley Authority* (создана в 1933 году для охраны и разработки ресурсов долины реки Теннесси и ее притоков; управляет сетью гидроэлектростанций и линий электропередачи, производит удобрения, занимается мелиорацией), нескольких предприятий атомной промышленности и остатков почтовой системы, то так сразу и не вспомнишь, какие еще средства производства находятся в собственности федерального правительства. Несмотря на долгую и славную историю, государство отказалось от военно-морских верфей и армейских арсеналов; военные закупки в наши дни осуществ-

ляются в форме заключения контрактов с фирмами, являющимися, по всей видимости, частными.

Для того чтобы понять, насколько большим является наше правительство, его расходы необходимо разделить на четыре части: (1) государственная занятость и расходы на государственное производство (например, военные заводы (в прошлом), почтовые услуги и часть военных расходов, связанная с личным составом); (2) государственные контракты (например, закупки самолетов и ракет у корпорации *Lockheed*, материалы таких исследовательских центров, как *Rand Corporation*, или автомобильные магистрали, построенные дружественным подрядчиком, «живущим по соседству»); (3) трансфертные платежи (например, в рамках программ «Социальная защита», «Медикэр», страхования по безработице и «Помощь семьям с детьми-иждивенцами»); (4) процентные платежи по государственному долгу.

В последние годы государственная занятость и государственные контракты, если мы отвлечемся от военных контрактов, никак не влияли на размеры правительства с точки зрения совокупного спроса, финансовых потоков и портфельных эффектов. Правительство стало больше, главным образом благодаря росту военных расходов, программ, предусматривающих трансфертные платежи, и расходов, связанных с обслуживанием государственного долга. Особую роль в данном случае сыграли программы с использованием трансфертных платежей. После окончания Второй мировой войны они стали настолько важной частью государственного бюджета, что в наши дни именно эти программы в значительной степени определяют циклическое воздействие государственных расходов.

Трансфертный платеж является односторонней транзакцией, в отличие, например, от обмена, который носит двусторонний характер. При осуществлении трансфертного платежа хозяйственная единица получает некую денежную сумму, товары или услуги в натуральной форме, но ничего не предлагает взамен, поскольку от нее этого никто не требует. По своему экономическому статусу получатель трансфертного платежа в точности соответствует ребенку-иждивенцу. Данный субъект не вносит ни малейшего вклада в процесс производства. Поэтому денежные поступления от трансфертных платежей не учитываются в расчетах ВВП, но рассматриваются как часть располагаемого дохода (после уплаты налогов) потребителей.

Если некий субъект получает доход в результате своего пусть даже скромного вклада в производство чего-то «полезного», тогда, грубо говоря, он помещает нечто в «общий котел» с продукцией, даже если его доход является реализацией права на то, чтобы получить обратно из «котла» определенную долю. В рыночной экономике ценность того, что производственная единица финансово обеспечивает для своих рабочих и собственников, не может превышать разницу между выручкой от ее продаж и денежными затратами на приобретенные ресурсы за любой значительный период времени. В противном случае эта

производственная единица столкнется с финансовыми трудностями. Обычно величина, на которую выручка от продаж превышает затраты на приобретение нетрудовых ресурсов, является финансовым обеспечением прав участников производственной единицы, то есть рабочих и инвесторов, на получение определенных долей в произведенной в экономике продукции. Если мы рассматриваем ВВП как общий «котел» с продукцией, то ценность того, что участники производства могут забрать из него, связана с ценностью того, что они в него вложили. Трансфертный платеж, как часть располагаемого дохода, представляет собой изъятие в отсутствие требования компенсирующего вклада в «котел». Шаблонное выражение «справедливый обмен — это не грабеж» применяется к доходу, полученному как вознаграждение за труд, но отнюдь не обязательно к доходу в форме трансфертного платежа. В наши дни значительная часть прав на изъятия из «общего котла» основывается на законе, морали или обычае, но не на явно выраженных текущих или прошлых вкладах в него.

Рабочий, имеющий право на выплаты в рамках программы по социальному страхованию безработицы, получает денежные средства, не осуществляя текущего вклада в производство продукции. Если бы тот же самый рабочий получал тот же самый доход благодаря участию в программе создания новых рабочих мест или программе наподобие тех, которые осуществлялись Управлением общественных работ (УОР, *WPA*), у нас появились бы основания для предположения, что его вклад в ВВП равен его доходу. Если продукция, произведенная за счет УОР, является полезной и *продается*, то созданные в рамках этой программы рабочие места для безработных носят менее инфляционный характер, чем страхование по безработице. Если продукция, созданная благодаря УОР, полезна, то даже в тех случаях, когда она не продается на рынке, она представляет собой вклад в повышение благосостояния тех, кто находит ее полезной. Кроме того, появилась бы возможность взимания с ее участников налогов или платежей, направляемых на полную или частичную компенсацию расходов УОР. Денежное содержание военнослужащих, а также доходы, извлекаемые из оборонных контрактов, не относятся к доходам, которые рассматриваются как вклад в текущий полезный объем выпуска. Поэтому они являются, по крайней мере, столь же инфляционными, как и трансфертные платежи.

В последние годы произошло увеличение доли трансфертных платежей в программах государственных расходов. В результате прямое воздействие большей части государственных расходов на располагаемые доходы не сопровождалось никакими первичными эффектами для занятости и фактического ВВП. Проведение такого рода различий, безусловно, сопряжено с необходимостью измерений и проблемами определения показателей. Если бы федеральное правительство направило на предоставление работы и оплату труда врачей и медицинских сестер такой же объем денежных средств, в каком оно финансирует

программы медицинского страхования «Медикэр» и «Медикейд», то эти его расходы рассматривались бы не как трансфертные платежи, а как государственные закупки товаров и услуг.

Большое правительство было одной из причин остановки резкого экономического спада, продолжавшегося со II квартала 1974-го до I квартала следующего года, и «разворота» к сильно выраженной экономической экспансии весной и летом 1975 года. Когда в экономике присутствует Большое правительство, следствием падения национального дохода автоматически становится крупный дефицит государственного бюджета.

Для того чтобы понять, как Большое правительство останавливало свободное падение экономики, нам необходимо углубиться в вопрос о различных воздействиях дефицита государственного бюджета на экономику. Имеются в виду *эффекты дохода* и *занятости*, оказывающие воздействие посредством предъявляемого государством спроса на товары, услуги и труд; *бюджетный эффект*, воздействующий посредством образования избытков и дефицитов в разных отраслях; и *портфельный эффект*, возникающий благодаря применению в том или ином портфеле финансовых инструментов, предназначенных для финансирования дефицита. Первый из этих эффектов знаком нам лучше других, так как он рассматривается в моделях определения ВВП. Второй и третий эффекты основываются на воздействиях государства и довольно часто игнорируются; тем не менее они имеют важное значение, поскольку экономика является системой производства и распределения дохода, с одной стороны, и сложной, взаимозависимой и изощренной финансовой системой — с другой<sup>11</sup>.

Признание этих различных «граней» означает, что Большое правительство оказывает на экономику значительно более мощное и глубокое воздействие, чем принято считать в стандартной теории, отрицающей последствия дефицита государственного бюджета для финансовых потоков и портфелей. В центре внимания стандартной теории находятся исключительно прямые и вторичные воздействия на агрегированный спрос государственных расходов, включающих в себя трансфертные платежи и налоги. Более широкая точка зрения позволяет добавить к ним меры активного влияния на денежные потоки (необходимые другим секторам экономики для выполнения своих обязательств), а также на возникающую в случаях финансовых потрясений потребность в обеспечении безопасности портфельных активов.

Причиной остановки резкого падения доходов зимой 1975 года стал автоматический «рефлекс» федерального правительства, выразившийся в решении возникшей проблемы с помощью выделения

---

<sup>11</sup> Первый эффект изучается в анализе мультипликатора в учебниках по экономической теории. См. любой учебник начального уровня, например [Samuelson, 1973. P. 220—233]. Анализу второго эффекта большое внимание уделял М. Калецкий [Kalecki, 1971]. Третий эффект рассматривается в таких работах, как [McClam, 1982; Brained, Tobin, 1968].

дополнительных денежных средств без учета долгосрочных выгод и издержек этого шага. Таким образом, события, происходившие во время рецессии 1974—1975 годов, убедительно продемонстрировали справедливость важнейшего кейнсианского утверждения, в соответствии с которым значительное по размерам увеличение государственных расходов и сокращение налогов способны остановить даже очень быстрое падение экономики. Опыт 1975 года позволяет сделать вывод, что если речь идет о проблемах экономической теории и политики, то мы должны сосредоточить внимание не на способности крупных дефицитных государственных расходов остановить самую глубокую рецессию, но на относительной эффективности специфических мер правительства, а также побочных эффектах и следствиях той или иной политической стратегии. Учитывая проверенную практикой силу воздействия дефицитов Большого правительства, первостепенный политический вопрос должен состоять в определении структурных эффектов предпринимаемых государством действий и задач, которые перед ними ставятся. Если уж правительство является большим, оно должно позаботиться не только об агрегированных показателях, но и о том, для кого производить, как производить и что производить.

В случае если усилия президента Р. Рейгана, направленные на сокращение размеров правительства, увенчаются успехом и найдут достаточно далеко (пока они ни к чему не привели, что обусловлено необходимостью значительных военных расходов, финансирования социальных программ и процентных платежей), наша экономика окажется более восприимчивой к понижательной нестабильности. Особенно наглядно воздействие Большого правительства проявилось в период рецессии 1981—1982-го и восстановления 1983—1984 годов. Оно продемонстрировало и свою мощь, и важную роль огромных дефицитов в сдерживании нестабильности, ведущей к экономическому спаду.

### *Воздействие на доходы и занятость*

В традиционной теории определения доходов государство либо создает занятость (например, нанимая людей на работу или приобретая те или иные товары и услуги), либо обеспечивает им получение доходов (например, в рамках программы страхования «Социальная защита»), либо оплачивает предоставляемые населению услуги (например, посредством программ медицинского страхования «Медикэр» и «Медикейд»). Кроме того, оно присваивает часть доходов населения посредством налогов и сборов. Предполагается, что государство нанимает новых работников для того, чтобы расширить предоставление неких полезных услуг. Аналогично, когда оно что-то приобретает (скажем, у поставщика оборонной продукции), предполагается, что одновременно производится нечто полезное. С другой стороны, государственные трансферты, увеличивающие доходы людей, не оказывают непосредственного воздействия на занятость и объем произ-

водства. Поскольку в обмен на доход государство не получает ничего предположительно полезного, экономическое воздействие имеет место только тогда, когда реципиент расходует денежные средства, полученные благодаря трансферту.

В соответствии со стандартной точкой зрения на то, как правительство воздействует на экономику, его расходы на приобретение товаров и услуг рассматриваются как составляющая совокупного спроса наравне с потреблением и инвестициями, а вот его трансфертные платежи в агрегированный спрос не включаются. Правила, управляющие расходами на потребление, выражаются как функция от таких показателей, как располагаемый доход, различные индикаторы благосостояния или чистых активов (чистой ценности), а также выигрыш от использования дохода для приобретения финансовых активов (то есть процентные ставки). Трансфертные платежи, налоги в рамках социального страхования и личные подоходные налоги учитываются в анализе косвенным образом при рассмотрении располагаемого дохода и его воздействия на расходы потребителя.

Из-за используемых методов измерений макроэкономических результатов, доллар, потраченный на оплату труда сборщиков листьев в публичных парках, оказывает более сильное воздействие на ВВП, чем доллар, потраченный на выплату «вэлфера» или пособий по безработице. В 1975 году государственные расходы на выплаты в рамках социального страхования составили около 80 млрд долл. Если бы 50% платежей по этой программе было направлено на оплату труда пенсионеров в рамках различных программ создания занятости, то ВВП США увеличился бы примерно на 40 млрд долл. Вопрос о том, что лучше для страны — обеспечение дохода пожилым людям посредством предоставления им рабочих мест в частных отраслях или в рамках программ расширения занятости либо предоставление дохода посредством трансфертных платежей, — носит нормативный экономический и социологический характер. Следует также отметить, что военные расходы рассматриваются как часть ВВП.

Проводимое при исчислении ВВП различие между трансфертными платежами, налогами и государственными расходами на приобретение товаров и услуг является действительным тогда и только тогда, когда мы избавляем этот показатель от любых коннотаций с величиной благосостояния и рассматриваем его исключительно как показатель объема производства, который в текущем периоде трансформируется в спрос на труд (то есть в занятость). Государственные закупки товаров (не имеет значения, авиационных бомб или скрепок для бумаг) и услуг (генерала, солдата, сенатора или инженера) непосредственно связаны с занятостью, так как для этого необходимо было нанять рабочих, произвести соответствующую продукцию и предоставить услуги. Однако здесь имеет место и косвенная связь через располагаемый доход потребителей, поскольку занятые в производстве рабочие, менеджеры предприятий и получатели прибыли расходуют имеющиеся у них

денежные средства на потребление и приобретение инвестиционных товаров. Косвенное воздействие на занятость оказывают и трансфертные платежи, поскольку они предоставляют домохозяйствам добавочный располагаемый доход, а бизнесу — добавочную валовую прибыль. Следовательно, простой прямой способ воздействия государства на занятость является важной частью общей картины.

Расходы государства, особенно в том случае, когда они превосходят объем налоговых поступлений, являются детерминантом доходов. С точки зрения расходов в послевоенную эпоху более всего возросли трансфертные платежи гражданам и целевые субсидии штатам и местным органам власти (табл. 2.2). В 1950 году, в начале послевоенной эры, совокупные расходы федерального правительства составляли 40,8 млрд долл. (около 14% ВВП), а трансфертные платежи гражданам — 10,8 млрд долл. (примерно 25% государственных расходов). Это резко контрастирует с показателями 1975 года, когда совокупные расходы федерального правительства достигли 356,9 млрд долл. (примерно 24% ВВП), а трансфертные платежи — 146,1 млрд долл. (40% совокупных государственных расходов). Что касается других государственных программ, то наиболее быстро росли целевые субсидии штатам и местным органам власти. Соответствующий объем денежных

Таблица 2.2

## Расходы федерального правительства США, 1950 и 1969–1975 годы

Год	Совокупные расходы	Закупки товаров и услуг			Трансфертные платежи гражданам	Целевые субсидии штатам и местным органам власти	ВВП
		всего	национальная оборона	другие			
<i>В млрд долл.</i>							
1950	40,8	18,7	14,0	4,7	10,8	2,3	286,2
1969	188,4	97,5	76,3	21,2	50,6	20,3	935,5
1970	204,2	95,6	73,5	22,1	61,3	24,4	982,4
1971	220,6	96,2	70,2	26,0	72,7	29,0	1063,4
1972	244,7	102,1	73,5	28,6	80,5	37,5	1171,1
1973	264,8	102,0	73,4	28,6	93,2	40,6	1306,3
1974	300,1	111,7	77,4	34,3	114,5	43,9	1406,9
1975	356,9	123,1	84,0	39,2	146,1	54,2	1499,0
<i>В долях ВВП (%)</i>							
1950	14,3	6,5	4,9	1,6	3,8	0,8	
1969	20,1	10,4	8,2	2,3	5,4	2,2	
1970	20,8	9,7	7,5	2,2	6,2	2,5	
1971	20,7	9,0	6,6	2,4	6,8	2,7	
1972	20,9	8,7	6,3	2,4	6,9	3,2	
1973	19,4	7,8	5,6	2,2	7,1	3,1	
1974	21,3	7,9	5,5	2,4	8,1	3,1	
1975	23,8	8,2	5,6	2,6	9,8	3,6	

Источник: Economic Report of the President, January 1976. U.S. Government Printing Office, Washington, D.C., 1976.

средств увеличился с 2,3 млрд долл. в 1950 году до 54,2 млрд долл. в 1975-м (с 5 до 15% государственных расходов).

Отметим различия в динамике важнейших составляющих государственных расходов в долгосрочной перспективе 1950—1969 годов и за семь лет, казалось бы, консервативного правления президентов США Ричарда Никсона и Джеральда Форда. В 1950—1969 годах совокупные государственные закупки товаров и услуг увеличились в 5 раз, расходы на национальную оборону — в 5,45 раза, а на исполнение функций гражданского правительства — в 4,51 раза. Трансфертные платежи гражданам в рассматриваемый период возросли почти в 5 раз. Таким образом, в период пребывания у власти в Вашингтоне относительно либеральных администраций государственные закупки товаров и услуг и трансфертные платежи увеличивались примерно равными темпами.

Напротив, в 1969—1975 годах закупки товаров и услуг федеральным правительством возросли на 26%, расходы на национальную оборону — на 10%, на исполнение других функций гражданского правительства — на 85%. Но вне конкуренции оказались трансфертные платежи гражданам, увеличившиеся почти на 200%! В 1975 году объем трансфертных платежей был на 20% выше, чем расходы государства на закупки товаров и услуг (сравните с 1950—1969 годами, когда объем первых был значительно ниже, чем объем вторых).

Трансфертные платежи включают в себя широкий круг программ, предполагающих социальные выплаты; всякий раз, когда экономика входит в рецессию, соответствующие расходы, как правило, автоматически возрастают. К тому же, поскольку эти программы уже существуют, в периоды экономического спада конгресс и любая администрация относительно легко соглашаются с увеличением расходов, демонстрируя собственную «щедрость».

Несмотря на то, что к маю 1975 года уровень безработицы увеличился до 8,9%, в 1973—1975 годах ни в одном квартале располагаемые личные доходы граждан не уменьшались (табл. 2.3). Одна из причин этого состояла в резком увеличении трансфертных платежей со стороны государства. За I квартал 1973 — IV квартал 1975 года располагаемые личные доходы увеличились на 247,8 млрд долл., а трансфертные платежи государства — на 65,2 млрд долл.; таким образом, 26,3% увеличения располагаемых личных доходов пришлось на трансфертные платежи. В I квартале 1973 года они составляли 12,69% располагаемых личных доходов, в III квартале 1975 года доля платежей достигла максимального значения в 15,96%, а в последнем квартале того же года она немного снизилась (до 15,72%).

В результате взрывного роста трансфертных платежей в 1975 году едва ли не *каждый шестой доллар*, который домохозяйства должны были направить или использовали на потребление, был получен ими в рамках федеральных программ или программ штатов, когда доход или услуги предоставлялись независимо от результатов трудового



Трансфертные платежи и располагаемые личные доходы, 1973–1975 годы  
(поквартально)\*

	Располагаемые личные доходы (млрд долл.)	Государственные трансфертные платежи частным лицам (млрд долл.)**	Соотношение государственных трансфертных платежей и располагаемых личных доходов (%)
<i>1973</i>			
I кв.	866,6	110,0	12,69
II кв.	891,7	111,9	12,55
III кв.	914,1	114,5	12,53
IV кв.	939,9	117,5	12,50
<i>1974</i>			
I кв.	953,8	123,5	12,95
II кв.	968,2	130,7	13,50
III кв.	996,1	138,4	13,89
IV кв.	1015,9	145,5	14,43
<i>1975</i>			
I кв.	1024,0	157,7	15,40
II кв.	1081,7	169,4	15,66
III кв.	1087,1	172,4	15,96
IV кв.	1114,4	175,2	15,72

\* Данные приводятся в годовом исчислении; сезонность устранена.

\*\* Совокупные государственные расходы федерального правительства, а также правительства штатов и местных органов власти.

Источник: Economic Report of the President, January 1976. U.S. Government Printing Office, Washington, D.C., 1976.

вклада членов семьи (то есть их участия в производстве продукции). Только один пример. Если во II квартале 1974 года объем выплат в рамках страхования по безработице составил в годовом исчислении 5,3 млрд долл., то в течение II квартала 1975 года он вырос до 19,4 млрд долл. в годовом исчислении. Столь резкое увеличение объема этих платежей помогает объяснить, почему США удалось быстро остановить падение экономики.

Я не буду отвечать на вопросы об эффективности и справедливости экономики, в которой одна шестая совокупных располагаемых доходов является результатом осуществления программ социального страхования, хотя их следовало бы обязательно задать. Если значительная и растущая доля располагаемого дохода не зависит от занятости или прибыльности бизнеса, возникает возможность поддержания спроса и недопущения тем самым очень глубокого и устойчивого падения экономики в период рецессии. В этом и заключается основная выгода. С другой стороны, существование подобных программ в сочетании с тенденцией к расширению их масштаба во время рецессий оказывает вредное воздействие, так как экономика приобретает склонность к инфляции. Увеличение располагаемого дохода даже в условиях спада производства и занятости в 1973–1975 годах было одной из причин роста цен в период рецессии.

Трансфертные платежи, обеспечивающие получение дохода в отсутствие трудового вклада, устанавливают нижние пределы ставок заработной платы. Каждое увеличение размеров этих платежей приводит к повышению цены, при которой часть людей будет вступать на рынок труда. Увеличение трансфертных платежей, выраженных в постоянных ценах, снижает степень участия рабочей силы, в результате чего сокращается эффективный производственный потенциал экономики, особенно в тех случаях, когда, как это принято в США, право на получение пособий предоставляется либо безработным, либо тем, кто не входит в состав рабочей силы.

### *Воздействие Большого правительства на денежные потоки*

В соответствии с основополагающим утверждением экономической теории, сумма полученных финансовых избытков (+) и дефицитов (–) всех хозяйственных единиц должна быть равна нулю. Данный вывод следует из того простого факта, что всякий раз, когда некая хозяйственная единица оплачивает приобретение той или иной продукции, выпущенной в рассматриваемом периоде, какая-то другая единица получает деньги. Поскольку различные сектора экономики, например домохозяйства, фирмы (то есть сектор бизнеса), правительство и финансовые институты, образованы из таких «элементарных» единиц, данное утверждение справедливо и для различных совокупностей. Если расходы федерального правительства превышают налоговые поступления на 73,4 млрд долл., как это было в 1975 году, то сумма избытков и дефицитов во всех секторах экономики равняется 73,4 млрд долл. избытка. Как показано в табл. 2.4 (годовые данные) и табл. 2.5 (квартальные данные за 1973–1975 годы), сумма избытков и дефицитов различных поведенческих и учетных секторов была равна нулю (небольшие различия объясняются несовершенством данных).

Избыток или дефицит домохозяйства — это разница между располагаемыми личными доходами и личными расходами. Домохозяйства почти всегда, за исключением глубоких депрессий (следовательно, только в экономике с малым правительством), порождают избыток. Однако последний, выраженный как процентная доля располагаемого дохода домохозяйства, варьируется в довольно широких пределах. Данные, представленные в табл. 2.4, свидетельствуют, что доля сбережений домашних хозяйств колебалась от 6,08% в 1972 году до 8,05% в 1973-м, от 7,52% в 1974 году до 8,9% в 1975-м. Мы видим, что в 1973 и 1975 годах норма сбережений домохозяйств резко возростала. Каждый скачок этого показателя ассоциируется с быстрым увеличением дефицитов в некоторых других подразделениях экономики (в 1973 году скачок дефицита произошел в секторе бизнеса, а в 1975-м — в правительственном секторе).

**Избытки и дефициты различных секторов экономики,  
1972—1975 годы (млрд долл.)**

	1972	1973	1974	1975
<i>Домохозяйства</i>				
Располагаемый личный доход	801,3	903,1	983,6	1076,8
Личные расходы	-751,9	-830,4	-909,5	-987,2
Личные сбережения (избыток)	+49,4	+72,7	+74,0	+89,6
<i>Фирмы</i>				
Валовые внутренние финансовые ресурсы	131,3	141,2	141,7	174,8
Валовые частные инвестиции	-179,2	-220,2	-209,5	-196,3
Дефицит или избыток	-47,9	-79,0	-67,8	-21,5
<i>Правительство</i>				
Дефицит или избыток федерального правительства	-17,3	-6,9	-11,7	-73,4
Дефицит или избыток штатов	13,7	12,9	8,1	10,0
Совокупный дефицит или избыток	-3,6	+6,0	-3,6	-63,4
Совокупный избыток	49,4	78,7	74,0	89,6
Совокупный дефицит	-51,5	-79,0	-71,4	-84,9
Статистическое расхождение	-2,1	-0,3	+3,6	+4,7
Сбережения домохозяйств как доля располагаемых личных доходов (%)	6,08	8,05	7,52	8,92
Дефицит фирм как доля валовых частных инвестиций (%)	26,73	35,88	32,4	10,95

*Источник:* Economic Report of the President, January 1976. Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office, 1976.

Частные инвестиции осуществляются в секторе бизнеса. Дефицит последнего представляет собой превышение ценности заводов и оборудования, товарно-материальных запасов и корпоративных инвестиций в жилищное строительство над внутренними фондами, то есть внутренними финансовыми ресурсами фирм (иными словами, над суммой нераспределенной прибыли и амортизационных отчислений). В 1972 году этот дефицит составлял 47,9 млрд долл., в 1973-м он подскочил до 79,0 млрд долл., оставался на высоком уровне (67,8 млрд долл.) в 1974-м, а еще через год резко снизился до 21,5 млрд долл. Дефицит сектора бизнеса как процентная доля от валовых частных инвестиций в 1972 году вырос до 26,7%, в 1973-м — до 35,8%, в 1974-м сократился до 32,4% и в 1975-м упал до 10,95%.

Дефицит расширенного правительства США (с учетом правительств всех уровней — федерального, штатов и местного) продемонстрировал «перепад» в 10 млрд долл. и в 1973 (уменьшение), и в 1974 году (увеличение), но рост на 60 млрд долл. в 1975 году. Последний должен проявиться либо как уменьшение дефицитов, либо как увеличение избытков в других секторах. Отчасти он показал себя в увеличении сбережений домохозяйств на 15,6 млрд долл., что обусловило повышение соответствующей нормы сбережений до 8,92% располагае-

Т а б л и ц а 2.5

**Избытки и дефициты различных секторов экономики,  
1973—1975 годы (поквартально)**

	1973				1974				1975		
	И кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	И кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	И кв.	II кв.	III кв.
<i>Домохозяйства</i>											
Располагаемый личный доход	866,8	891,7	914,1	939,9	953,8	968,2	996,3	1015,9	1024,0	1081,7	1087,1
Личные расходы	806,1	821,8	840,3	853,4	872,6	901,4	931,7	932,4	950,4	974,2	1001,3
Избыток личных сбережений	60,7	69,9	73,8	86,5	81,2	66,8	64,6	83,5	73,6	107,5	85,9
<i>Фирмы</i>											
Валовые внутренние финансовые ресурсы	138,6	138,7	141,3	145,9	147,1	142,0	134,2	143,1	154,7	171,8	185,6
Валовые частные инвестиции	207,2	213,7	223,8	236,1	218,1	207,5	202,2	210,0	177,1	177,0	202,7
Дефицит или избыток	-68,6	-75,0	-82,5	-90,2	-71,0	-65,5	-68,0	-66,9	-22,4	-5,2	-25,1
<i>Государство</i>											
Дефицит или избыток федерального правительства	-10,9	-7,4	-4,8	-4,6	-5,3	-7,9	-8,0	-25,5	-53,7	-102,2	-70,5
Дефицит или избыток штатов	+15,9	+13,2	+12,4	+10,1	+9,4	+8,2	+9,1	+5,9	+5,7	+8,8	+12,9
Дефицит или избыток	+5,0	+5,8	+7,7	+5,5	+4,1	+0,3	+1,1	-19,6	-48,0	-93,4	-57,6
Совокупный избыток	65,4	75,8	81,5	92,0	85,2	67,1	65,6	83,6	73,6	107,5	85,9
Совокупный дефицит	-68,4	-75,0	-82,5	-90,2	-71,0	-65,6	-68,0	-86,5	-70,4	-98,6	-82,7
Статистическое расхождение	-3,0	+0,8	-1,0	+1,8	+14,2	+1,6	-2,4	+2,9	+3,2	+6,9	+3,2

*Источник:* Economic Report of the President, January 1976. Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office, 1976.

мого дохода. С другой стороны, этот рост проявился в огромном (на 33,1 млрд долл.) увеличении валовых внутренних финансовых ресурсов фирм, выросших на 23,4% (в 1975 году, когда происходил значительный рост безработицы и резкое сокращение ВВП (в постоянных ценах), валовые прибыли бизнеса увеличились на 23,4%). Еще одной составляющей, которая компенсировала рост государственного дефицита, было сокращение инвестиций на 3,2 млрд долл., в первую очередь как результат уменьшения товарно-материальных запасов. Увеличение дефицита расширенного правительства на 60 млрд долл. было компенсировано ростом личных сбережений на 15,6 млрд долл. и снижением дефицита сектора бизнеса на 46,3 млрд долл. Таким образом, в 1975 году дефицит государственного сектора был компенсирован главным образом увеличением корпоративных денежных потоков. Правильно определенные прибыли бизнеса продемонстрировали устойчивость и даже возросли, несмотря на то, что страна переживала тяжелую рецессию!

Данные за I квартал 1973 — III квартал 1975 года демонстрируют, насколько тесно значительное увеличение дефицита государственного сектора связано с движением к избытку в других сферах экономики. В течение восьми кварталов 1973—1974 годов валовые внутренние финансовые ресурсы сектора бизнеса изменялись в узком диапазоне от 134,2 до 147,1 млрд долл. Никакой четко выраженной динамики этого индикатора не наблюдалось. Однако уже в первые три квартала 1975 года значение данного показателя составляло 154,7, 171,8 и 185,6 млрд долл. соответственно. (Данные приводятся в годовом исчислении и с устраненной сезонностью.) В период между III кварталом 1974 и III кварталом 1975 года валовые внутренние финансовые ресурсы сектора бизнеса увеличились на 36,8%, несмотря на падение национального дохода и занятости.

Во II квартале 1975 года дефицит бюджета федерального правительства в годовом исчислении составил 102,2 млрд долл. Тем самым показатель II квартала 1974 года был превышен на 94,3 млрд долл. Для того чтобы возместить столь крупное изменение, в других секторах должны были произойти значительные колебания избытков и дефицитов. Общее изменение определялось следующими составляющими: личные сбережения домохозяйств увеличились на 40,7 млрд долл., валовые внутренние денежные фонды в секторе бизнеса возросли на 28,2 млрд долл., а инвестиции упали на 30,5 млрд долл. Если мы возьмем объем изменения в целом, то около 40 млрд долл. отразились в личных сбережениях, а около 60 млрд долл. — как увеличение внутренних финансовых ресурсов сектора бизнеса или как уменьшение инвестиций в нем. И годовые, и квартальные данные показывают, что, несмотря на погружение экономики в глубокую рецессию, валовые внутренние финансовые ресурсы фирм возросли.

В американской экономике бизнес ведется в рамках системы заимствований и кредитования, основывающейся на марже надежности.

Последняя измеряется как отношение денежных потоков, необходимых для погашения долга, к денежному потоку, который получают заемщики, или как отношение приведенной ценности денежных потоков, дисконтированных на будущий период, к номинальной ценности непогашенной задолженности. Экономический бум 1970-х годов и долгосрочное развитие экономики в послевоенный период сопровождались значительным увеличением краткосрочной задолженности в секторе бизнеса и распространением финансовых институтов, финансирующих эти долги посредством выпуска своих собственных, как правило краткосрочных, облигаций. Важнейшим детерминантом объема краткосрочной задолженности, которую может позволить себе бизнес, являются его внутренние финансовые ресурсы, порождаемые в процессе хозяйственной деятельности.

В отсутствие Большого правительства и огромного дефицита, порожденного в 1975 году сочетанием автоматических стабилизаторов и дискреционной политики, причиной такого падения экономики, как в 1974—1975 годах, должно было бы стать резкое сокращение корпоративных денежных потоков. Это привело бы к ограничению способности бизнеса обслуживать долги и увеличению маржи надежности системы заимствований и кредитования. Даже в отсутствие фактических банкротств такое уменьшение денежных потоков вынудило бы бизнес пересмотреть ранее принятые обязательства в сторону их уменьшения. Но в реальности в 1975 году произошло увеличение валовой прибыльности ведения бизнеса, так что фирмам не пришлось урезать свои обязательства.

В 1975 году решающую роль в остановке спада и быстром переходе от рецессии к экономической экспансии сыграло воздействие Большого правительства посредством порожденного им крупного дефицита. Утверждение о том, что сумма избытков и дефицитов всех секторов должна быть равна нулю, играет решающую роль с точки зрения признания огромной важности правительства как субъекта, не допускающего кумулятивных спадов в экономике, а также поддерживающего хозяйственную деятельность в целом. Эффективность Большого правительства еще можно поставить под вопрос, но его способность предотвратить «падение небес на землю» не вызывает ни малейших сомнений.

Приведенные выше рассуждения основываются на использовании тождеств, применяемых в бухгалтерском учете и не учитывающих никаких поведенческих отношений. Но одно лишь представление этих тождеств не является теорией и не приводит к каким-либо причинно-следственным выводам. Для того чтобы понять произошедшее, мы должны увидеть, как достигается конечный результат (то есть как при суммировании избытков и дефицитов, имеющихся во всех секторах, в итоге получается нулевое значение). Таким образом, мы должны сформулировать идеи относительно того, какие статьи в бухгалтерских таблицах являются *определяющими*, а какие *определяемыми* (то есть

ввести предпосылки о том, как в действительности функционирует экономика, что позволяет всегда достигать конечного результата).

В значительной степени личные расходы домохозяйств изменяются в ответ на изменения в доходе. Это пассивное сберегательное и потребительское поведение смягчается существованием богатства домохозяйств и потребительского долга. Около сорока лет назад, когда Дж. М. Кейнс впервые сформулировал свою теорию в терминах пассивного потребительского поведения, богатство домохозяйств и потребительский кредит с погашением в рассрочку занимали в общей экономической картине гораздо меньшее по размерам место, чем в 1970-е годы.

Высокие показатели нормы сбережений домохозяйств в 1974—1975 годах, о чем упоминалось ранее, в значительной степени были отражением резкого снижения продаж автомобилей в США. Отчасти увеличение сбережений домохозяйств в рассматриваемый период приняло форму сокращения заимствований для финансирования приобретения автомобилей и других товаров. Если в расширении потребительского кредита наступает пауза, то даже в случае сохранения располагаемого дохода на прежнем уровне или его повышения норма сбережений будет высокой, как это произошло в 1975 году, когда имело место увеличение запаса ликвидности у домохозяйств. Через некоторое время накопленная ими ликвидность приведет к скачку потребительских расходов. Домохозяйства, которым удалось избежать сильного и прямого воздействия безработицы в период рецессии, раз уж они накопили ликвидные активы, демонстрируют тенденцию к относительному увеличению расходов по сравнению с располагаемым доходом, а отношение величины долга к доходу сократилось. В результате этого нетерпеливого желания тратить рецессия, сопровождающаяся высокой нормой сбережений, как это было в 1975 году, сменяется оживлением, характеризующимся низкой нормой сбережений. Когда происходит снижение доли сбережений в располагаемом доходе, потребитель превращается в «героя», который выводит экономику из рецессии. Однако этот его героизм является запоздалым «откликом» на высокую норму сбережений во время спада.

Наблюдаемая изменчивость отношения сбережений к располагаемому доходу свидетельствует о том, что поведение потребителя не является полностью пассивным. Тем не менее отношение между потребительскими расходами и прошлыми, а также происходящими в настоящее время событиями в экономике рассматривается как хорошо известное и относительно устойчивое. Мы знаем, что личные расходы будут почти всегда находиться в диапазоне 91—95% личного располагаемого дохода. Далее, если норма сбережений является высокой (то есть в течение некоторого времени находится на уровне 8—9%), то вскоре последует «взрыв» расходов, и данный показатель снизится примерно до 6%.

Таким образом, содержание статей, относящихся к сбережениям домохозяйств в табл. 2.4 и 2.5, в значительной мере определяется функционированием системы в недалеком прошлом и в настоящем, как и статья *доходов правительства*. Конгресс, законодательные органы штатов и различные местные власти принимают законы, определяющие схемы сбора налогов. В результате объем налоговых поступлений, собираемых в соответствии с любым заданным налоговым законодательством, зависит от поведения экономики.

С другой стороны, в рассматривавшихся нами таблицах имеются две статьи, которые в значительной степени не зависят от текущего функционирования экономики, а *определяются* причинно-следственными факторами. Имеются в виду *инвестиции сектора бизнеса* и *расходы правительства*. Первые в значительной степени, если не полностью, определяются современными взглядами на будущее. Разумеется, поведение экономики в прошлом и в настоящем, помогающее сформировать современные взгляды на будущее, влияет и на масштаб производственных мощностей, планируемых к вводу в будущем, и на способ их финансирования. Но сама возможность осуществления и условия финансирования грядущих «долгоживущих» проектов определяются в основном современными представлениями банкиров и бизнесменов о выручке и безотлагательных издержках будущих периодов через двадцать пять и более лет. Инвестиции определяются не текущей ситуацией или прошлым, а представлениями о будущем.

Еще одной статьей табл. 2.5, которая в значительной степени не зависит от текущего функционирования экономики, являются расходы правительства, «скрывающиеся» в дефиците или избытке правительственного сектора. Программы расходов, предусматривающие в основном закупки товаров и услуг, прописываются в бюджете и с незначительными ограничениями определяются американским конгрессом. Другой компонент расходов правительства — попадающий под рубрику «трансфертные платежи» — похож на налоги в том плане, что законодательные акты совместно с мерами административного регулирования определяют соответствующие статьи, к которым эти выплаты относятся. Фактическая величина расходов зависит от поведения и экономического положения различных домохозяйств.

Вследствие этих отношений зависимости и взаимозависимости падение доходов, вызванное снижением инвестиционных расходов или повышением нормы сбережений потребителей, приведет к расширению объема выплат в рамках программ социальной помощи, а также к сокращению налоговых поступлений в государственный бюджет. В сочетании с программой дискреционных государственных расходов и налоговыми изменениями это приведет к значительному увеличению дефицита правительственного сектора. Данное увеличение должно быть в точности компенсировано равным по величине изменением избытка в секторах бизнеса и домохозяйств. Поскольку



такое изменение в секторе бизнеса ведет к росту валовой прибыли фирм после уплаты налогов, даже в том случае, если экономика движется к рецессии, способность сектора обеспечивать свои долговые обязательства возрастает. Кроме того, дефицит правительственного сектора вызовет увеличение нормы сбережений домохозяйств; это подразумевает, что через некоторое время начнется автономное повышение потребительских расходов. Последнее будет иметь место после остановки нисходящего движения экономики и после того, как высокая норма сбережений приведет к уменьшению задолженности домохозяйств относительно доходов, а также увеличению объема имеющихся у них ликвидных активов.

В отсутствие крупного государственного сектора в 1975 году в экономике начались бы два понижательных процесса. Во-первых, частные инвестиции сократились бы еще больше, чем это имело место в действительности, поскольку происходила бы дальнейшая ликвидация товарно-материальных запасов и свертывание, если не полный отказ от уже осуществлявшихся инвестиционных программ. Во-вторых, более быстро сокращались бы располагаемые личные доходы — они снизились бы даже сильнее, чем личные расходы (это означало бы уменьшение нормы сбережений домохозяйств). То есть в отсутствие Большого правительства начальное сокращение инвестиций инициировало бы движение в сторону спада экономики. Частью данного кумулятивного процесса было бы снижение инвестиций в товарно-материальные запасы в секторе бизнеса и располагаемых доходов домохозяйств. Попытка «посредством экономики» устранить «воображаемый» излишек сбережений (избыток) по сравнению с инвестициями (дефициты) привела бы к уменьшению и расходов на потребление, и инвестиционных расходов. В то же время следствием падения расходов домохозяйств и инвестиций фирм было бы уменьшение потоков внутренних финансовых ресурсов сектора бизнеса, что вызвало бы увеличение дефицита этого сектора при любом уровне инвестиций. Скорее всего, произошло бы кумулятивное снижение взаимодействующих друг с другом доходов домохозяйств, их расходов, инвестиций фирм и их денежных потоков. Описанные взаимодействия являются, разумеется, интерактивным процессом, приводящим к глубоким депрессиям.

Большое правительство, с его потенциалом автоматического образования крупных дефицитов, сильно ограничивает потенциальную глубину падения экономики в ходе рецессии. Это нижнее ограничение играет важную роль и само по себе, но его значение неизмеримо возрастает в мире, где существуют долги бизнеса и домохозяйств. Дело в том, что корпоративные валовые прибыли и сбережения домохозяйств играют решающую роль для обеспечения этих долгов.

Без появления огромного дефицита правительственного сектора в 1975 году способность секторов бизнеса и домохозяйств к обеспечению долгов была бы в значительной степени подорвана. В прошлом,

из-за итеративной спирали падающих доходов и прибылей, такой подрыв приводил к долговым дефляциям и глубоким депрессиям. Воздействие Большого правительства на бюджеты секторов, способствующее устойчивости прибыли фирмы, — вот что делает невозможным такое кумулятивное, носящее интерактивный характер падение<sup>12</sup>.

### *Воздействие на балансы*

Финансовые инструменты погашаются или создаются всегда, когда Большое правительство сталкивается с избытком или дефицитом. В частности, всякий раз, когда оно своими действиями порождает во время рецессии огромный дефицит, правительство выпускает для его финансирования государственные долговые обязательства, которые приобретаются субъектами других секторов экономики, включая финансовые организации (коммерческие и сберегательные банки, страховые компании).

Мы живем в экономике со сложной финансовой системой. В ней отнюдь не требуется, чтобы имеющие избыток сектора (в 1975 году это были домохозяйства) напрямую приобретали долговые обязательства «дефицитных» субъектов. «Избыточные» сектора могут финансировать эти дефициты косвенным образом, приобретая долговые обязательства финансовых институтов. В нашей экономике непосредственными владельцами долгов бизнеса, государства и домохозяйств, вероятнее всего, будут, среди прочих учреждений, банки, сберегательные институты, страховые компании и пенсионные фонды. Домохозяйства приобретают долговые обязательства финансовых институтов в форме пенсионных прав, денежных сумм, выплачиваемых при досрочном погашении страховых полисов, бессрочных депозитов, а также сберегательных или срочных депозитов различных типов. Следовательно, межсекторные колебания дефицитов и избытков будут оказывать в значительной степени непосредственное воздействие на активы, которые приобретаются и продаются финансовыми институтами.

В последние годы структура размещения государственного долга среди разных финансовых и нефинансовых секторов экономики сильно изменилась. В табл. 2.6 представлены данные о совокупных покупках долговых обязательств правительства США (эмитированных министерством финансов и различными государственными учреждениями) в 1972—1975 годах частными внутренними секторами. Для того чтобы получить эти данные, мы вычли из объема совокупной эмиссии объем долговых обязательств, приобретенных органами государственного управления (такими, как Федеральная резервная система, правительственные организации и финансируемые государством агентства) и иностранцами.

---

<sup>12</sup> Прекрасный анализ взаимодействий, которые привели к Великой депрессии, содержится в работах Ирвинга Фишера [Fisher, 1983; Fisher, 1932], см. также: [Minsky, 1982b].

**Совокупные частные внутренние покупки ценных бумаг правительства США,  
1972—1975 годы (млрд долл.)**

	1972	1973	1974	1975
Домохозяйства	0,6	20,4	14,5	-0,9
Нефинансовые корпорации	-2,4	-1,8	3,5	16,1
Правительства штатов и местные органы власти	-3,4	-0,2	-0,1	-5,8
Нефинансовые секторы, всего	1,6	18,8	18,1	21,1
Коммерческие банки	6,5	-1,3	1,0	30,3
Ссудо-сберегательные ассоциации	4,3	—	3,3	11,1
Взаимно-сберегательные банки	1,4	-0,5	0,1	3,6
Кредитные союзы	0,8	0,2	0,2	1,9
Страхование жизни	0,3	0,1	—	1,3
Частные пенсионные фонды	1,0	0,6	1,1	5,4
Пенсионные фонды правительств штатов и местных органов власти	-0,6	0,1	0,6	1,7
Другие инвестиционные компании	-0,4	-0,1	-0,3	-1,0
Финансовые секторы, всего	13,6	-0,4	6,7	57,1
Все внутренние секторы, всего	15,2	18,4	24,9	78,1

*Источник:* Flow of Funds Data, Board of Governors of the Federal Reserve System.

В 1972—1974 годах совокупные объемы покупок государственного долга частными секторами экономики изменялись незначительно, но итоговые показатели ежегодно демонстрировали небольшой рост. В 1972 году самые крупные покупки были произведены сектором финансовых институтов: коммерческие банки, ссудо-сберегательные ассоциации и взаимно-сберегательные банки приобрели государственные обязательства на 12,2 млрд долл. В то же время в 1973—1974 годах крупнейшими покупателями были представители нефинансового сектора, в первую очередь домохозяйства. В 1973 году они приобрели государственные обязательства на 20,4 млрд долл., а запасы этих обязательств у всех других частных внутренних секторов сократились примерно на 2,0 млрд долл. В 1974 году домохозяйства приобрели государственные обязательства на 14,5 млрд долл., а сектора нефинансового бизнеса — на 3,5 млрд долл. В 1974 году имели место чистые приобретения государственных обязательств финансовым сектором в основном кредитующими под залог недвижимости ссудо-сберегательными ассоциациями, что отражало начинавшийся спад на рынке жилья.

В 1975 году, по сравнению с предшествующими годами, структура чистых приобретений государственного долга заметно изменилась. В этом году, как и в 1973—1974 годах, объем покупок соответствующих обязательств нефинансовыми секторами составил около 20 млрд долл., но в отличие от прошлых лет объем обязательств, находившихся во владении домохозяйств, уменьшился, а объем обя-

зательств, принадлежавших нефинансовым корпорациям, возрос на 16,1 млрд долл. К тому же резко увеличился объем государственных обязательств, принадлежавших правительствам штатов и местным органам власти. Одновременно значительно изменился объем обязательств, приобретенных финансовыми секторами. В 1975 году они получили государственные обязательства примерно на 57,1 млрд долл., или на 50,4 млрд долл. больше, чем в предыдущем году. Из этого огромного прироста на коммерческие банки пришлось 30,3 млрд долл., а на ссудо-сберегательные ассоциации — 11,1 млрд долл. Таким образом, огромные по объему покупки государственных обязательств коммерческими банками и другими финансовыми организациями позволили финансировать дефицит государственного сектора. Участие в этом процессе привело к значительному изменению балансов организаций-покупателей.

Государственный долг свободен от риска дефолта; всё, что должно быть исполнено в любом контракте на его приобретение, фактически будет исполнено. Соответствующий контракт заключается в номинальном выражении; уровень цен способен и действительно воздействует на покупательную способность государственных долговых обязательств. К тому же последние характеризуются высокой ликвидностью, так как их исполнение в конечном итоге гарантируется Федеральной резервной системой (данная гарантия отнюдь не обязательно распространяется на другие долги). Таким образом, владельцам государственных ценных бумаг обеспечивается уверенность в способности варьировать содержимое портфелей в случаях изменения потребностей или предпочтений. В известном смысле, в 1975 году приобретение государственных долговых обязательств банками, ссудо-сберегательными ассоциациями, компаниями страхования жизни и пенсионными фондами позволило им сохранить свою финансовую мощь, ведь они получили возможность перенести ее из времени вялого частного спроса в некий будущий период, когда установится высокий спрос на частное финансирование. Инфляционный потенциал крупного дефицита (такого, как в 1975 году) ощущается *не столько* в период его образования, сколько во время последующего бума, когда происходит расставание с активами, приобретенными в рецессию.

В табл. 2.7 представлены данные о чистых приобретениях различных финансовых активов сектором коммерческих банков в 1972—1975 годах. Мы видим, что за эти годы произошло впечатляющее изменение в объемах покупок. В 1972 году данный сектор приобрел активы на 78,3 млрд долл. На следующий год его покупки возросли более чем до 100 млрд долл., но в 1974 году сократились до 84 млрд долл., а в 1975-м — до относительно скромных 32,9 млрд долл. Если в 1972—1973 годах сектор коммерческих банков был движущей силой экономики, определяющим ее развитие фактором, то в 1975 году он исполнял пассивную «соглашательскую» роль.

Т а б л и ц а 2.7

**Сектор коммерческих банков: чистые приобретения финансовых активов,  
1972–1975 годы (млрд долл.)**

	1972	1973	1974	1975
Чистые приобретения финансовых активов	78,3	100,2	83,9	32,9
Бессрочные депозиты + наличность	0,2	0,3	-0,2	—
Совокупный банковский кредит	75,4	83,3	62,2	27,8
Инструменты кредитного рынка	70,5	86,6	64,6	26,6
Государственные ценные бумаги	6,5	-1,3	1,0	30,3
Непосредственно правительства	2,4	-8,8	-2,6	29,1
Ценные бумаги правительственных организаций	4,1	7,6	3,6	1,2
Другие ценные бумаги + закладные	25,7	25,9	19,1	6,4
Облигации ссудо-сберегательных ассоциаций	7,2	5,7	5,5	1,3
Корпоративные облигации	1,7	0,5	1,1	2,1
Закладные под жилую недвижимость	9,0	11,0	6,5	1,9
Другие закладные	7,8	8,8	6,1	1,2
Другие кредиты за исключением ценных бумаг	38,4	62,0	44,5	-10,1
Потребительский кредит	10,1	10,6	2,8	-0,6
Банковские ссуды, не включенные в другие классификации	28,5	52,1	39,5	-12,9
Бумаги открытого рынка	-0,2	-0,8	2,2	3,4
Акции корпораций	0,1	0,1	—	—
Обеспеченный кредит	4,8	-3,4	-2,4	1,2
Сейфовая наличность + резервы банков, входящих в ФРС	-1,0	3,5	-3,0	1,0
Другие межбанковские требования	1,4	6,0	7,1	-5,4
Прочие активы	2,3	7,2	15,0	9,5

*Источник:* Flow of Funds Data, Board of Governors of the Federal Reserve System.

В рассматриваемый нами период произошло еще одно поразительное изменение. Имеется в виду структура активов, приобретаемых банками. В 1973 году примерно 52,1 млрд долл., или более чем 50% чистых активов, оставляли банковские ссуды, не включенные в другие классификации (например, банковские ссуды бизнесу). В том же году коммерческие банки приобрели закладные на 19,8 млрд долл. и выдали потребительские кредиты на 10,6 млрд долл. Очевидно, что банковский сектор размещал свои финансовые ресурсы в частных секторах экономики. Ситуация, сложившаяся в период сильной рецессии 1975 года, резко контрастировала с событиями двухлетней давности. В этом же году сектор коммерческих банков приобрел финансовые активы всего на 32,9 млрд долл., причем 30,3 млрд долл. из них пришлись на государственный долг США. Объем банковских ссуд, не включенных в другие классификации, уменьшился на 12,9 млрд долл. Несколько сократился и объем потребительских кредитов (на 0,6 млрд долл.). Покупки закладных упали до 3,1 млрд долл. В общем, в 1975 году банковские ресурсы были выведены из сектора бизнеса и направлены в сектор правительства.

Одним из следствий значительного увеличения долга и дефицитов государственного сектора во время рецессии 1975 года стало появление у различных фирм и финансовых институтов возможности приобрести надежные и безопасные активы, что способствовало повышению ликвидности их портфелей, несмотря на падение агрегированного дохода и занятости. Таким образом, наряду с сокращением задолженности частного бизнеса происходило увеличение совокупных активов и пассивов банков. Когда правительство было маленьким, а непогашенный долг не слишком крупным, во время рецессии никак не могло произойти ощутимое увеличение государственного долга в различных частных портфелях, включая банковские. В этих условиях снижение долга частного бизнеса с необходимостью означало бы сокращение объемов бессрочных и срочных депозитов. В 1975 году обошлось без кумулятивных, носящих интерактивный характер процессов сокращения долга сектора бизнеса и уменьшения объема бессрочных и срочных депозитов у населения. Это произошло благодаря крупному и возраставшему непогашенному государственному долгу, который мог быть помещен в портфели банков и фирм.

В 1975 году Большое правительство и значительное увеличение государственного долга обеспечили снижение риска дефолта для портфелей банков и фирм. По мере того, как сектор бизнеса уменьшал товарно-материальные запасы, он сокращал свою задолженность перед банками и приобретал государственный долг. Банки и другие финансовые институты получали ликвидность посредством приобретения государственного долга, а не за счет сокращения активов и пассивов. Население в лице домохозяйств и бизнеса не только приобретало надежные активы в форме банковских и сберегательных депозитов, но и получало возможность уменьшить задолженность относительно дохода. Таким образом, в самый опасный период 1975 года крупный и возраставший государственный долг действовал как важный стабилизатор портфелей.

Ekonomicheskaya Politika, 2016, vol. 11, no. 2, pp. 52–91

Hyman P. MINSKY (1919–1996)

### **Stabilizing an Unstable Economy (Chapters 1–2)**

#### **Abstract**

Hyman Minsky formulates his basic methodological attitudes in economic research and general principles of economic policy in the chapter 1 of his fundamental work. The chapter 2 is devoted to analysis of the period of financial instability in the U.S. from the late 1960s to the early 1980s, mostly the 1973–1975 recession. Minsky argues that the fiscal stimulus from the Big Government and the Fed's actions as a creditor of last resort provided the American economy with opportunity to avoid deep depression and quickly come through recession. It became possible not only because deficit spending supported general demand, but also because increasing government debt acted as a significant

stabilizer of private debt portfolios. During the postwar period the character of economic crises and recessions changed significantly: financial instability took the form of high and potentially accelerating inflation instead of deep depressions.

*Keywords: financial instability hypothesis, business cycle theory, balance-sheet implications of public debt, automatic macroeconomic stabilizers.*

*JEL: B31, E12, E32, E44, E6.*

### References

1. Albin P. S. *Microeconomic foundations of cyclical irregularities and chaos*. Center for the Study of System Structure and Industrial Complexity, John Jay College, City University of New York, May 1985.
2. Arrow K. J., Hahn F. H. *General competitive equilibrium*. San Francisco: Holden-Day, 1971.
3. Blatt J. M. On the econometric approach to business-cycle analysis. *Oxford Economic Papers*, 1978, vol. 30, no. 2, pp. 292-300.
4. Brainerd W. C., Tobin J. Pitfalls in financial model building. *American Economic Review*, 1968, vol. 58, no. 2, pp. 99-122.
5. Davidson P. *Money and the real world*. New York: Wiley, 1972.
6. Day R. L. Irregular growth cycles. *American Economic Review*, 1982, vol. 72, no. 3, pp. 406-414.
7. Day R. L. The emergence of chaos from classical economic growth. *Quarterly Journal of Economics*. 1983, vol. 98, no. 2, pp. 201-213.
8. Fisher I. *Booms and depressions*. New York: Adelphi, 1932.
9. Fisher I. The debt deflation theory of great depressions. *Econometrica*, 1983, vol. 1, no. 4, pp. 337-357.
10. Friedman M. A theoretical framework for monetary analysis. *Journal of Political Economy*, 1970, vol. 78, no. 2, pp. 193-238.
11. Gordon R. A. *Friedman's monetary framework: A debate with his critics*. Chicago: University of Chicago Press, 1974.
12. Kalecki M. *Selected essays on the dynamics of the capitalist economy (1933-1970)*. Cambridge: Cambridge University Press, 1971.
13. Keynes J. M. *The general theory of employment interest and money*. New York: Harcourt Brace, 1936. [Рус. пер.: Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. Избранное. М.: Эксмо, 2007.]
14. Keynes J. M. Liberals and labor. Essays in persuasion. *The Collected Writings*, vol. 9. New York: St. Martin's Press, 1972a.
15. Keynes J. M. The end of laissez faire. essays in persuasion. *The Collected Writings*, vol. 9. New York: St. Martin's Press, 1972b. [Рус. пер.: Кейнс Дж. М. Конец laissez faire // Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. Избранное. М.: Эксмо, 2007. С. 367-385.]
16. Kregel J. *The reconstruction of political economy: An introduction to post-Keynesian economics*. London: Macmillan, 1973.
17. McClam W. Financial fragility and instability: Monetary authorities as borrowers and lenders of last resort. *Financial Crises Theory, History and Policy*. Cambridge: Cambridge University Press, 1982.
18. Minsky H. P. Monetary systems and acceleration models. *American Economic Review*, 1957, vol. 47, no. 6, pp. 860-883.
19. Minsky H. P. A Linear model of cyclical growth. *Review of Economics and Statistics*, 1959, vol. 41, no. 2, part 1, pp. 133-145.
20. Minsky H. P. *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press, 1975.
21. Minsky H. P. *Can "IT" happen again? Essays on instability & finance*. Armonk, N.Y.: M. E. Sharpe & Co., 1982a.
22. Minsky H. P., Debt-deflation processes in today's institutional environment. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 1982b, vol. 143, no. 4, pp. 375-395.

23. Patinkin D. *Money, interest and prices*. 2<sup>nd</sup> ed. New York: Harper and Row, 1965. [Рус. пер.: Патинкин Д. Деньги, процент и цены. М.: Экономика, 2004.]
24. Samuelson P. A. *Economics*. 9<sup>th</sup> ed. New York: McGraw-Hill, 1973. [Рус. пер.: Самуэльсон П. Экономика. М.: Прогресс, 1964.]
25. Sargent T. J., Wallace N. Rational expectations and the theory of economic policy. *Journal of Monetary Economics*, 1976, vol. 2, no. 2, pp. 169-183.
26. Simons H.C. *Economic policy for a free society*. Chicago: University of Chicago Press, 1948.
27. Simons H.C. *A positive program for laissez faire*. Chicago: University of Chicago Press, 1934.
28. Tobin J. *Asset accumulation and economic activity*. Chicago: University of Chicago Press, 1980.
29. Vercelli A. Fluctuations and growth: Keynes, Schumpeter, Marx and the structural instability of capitalism. In: R. Goodwin, M. Kurger, A. Vercell (eds.). *Nonlinear models of fluctuating growth*. New York: Springer, 1984.
30. Weintraub S. *Keynes, Keynesians, and monetarists*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 1978.