

## ФИНАНСЫ, КРЕДИТ, СТРАХОВАНИЕ

УДК 336.7

*И. К. Ключников*

### СЦЕНАРИИ РАЗВИТИЯ ДЕНЕЖНО-ФИНАНСОВОГО ХОЗЯЙСТВА

#### 1. Введение

Настоящая статья посвящена вопросам переосмысления роли денежно-финансового хозяйства в экономике. Поэтому в ней рассматриваются не столько сами происходящие события, сколько их причины, а также тенденции и перспективы развития денежного хозяйства.

Одним из главных уроков глобального финансового кризиса (ГФК) является смена мировой денежно-финансовой архитектуры. Конечная направленность преобразований понятна: уменьшить разрушительные силы кризисов. С этой целью подготавливаются и внедряются различные предложения — от совершенствования банковского мониторинга до принципиального изменения системы регулирования и перестройки всего денежно-финансового хозяйства.

Значение денежно-финансового хозяйства определяется, прежде всего, тем, что в нем формируется экономический профицит, необходимый для построения будущего<sup>1</sup>. В соответствии с такой направленностью рассматриваются его эволюция, современное состояние и перспективы развития, а также предлагаются подходы к пересмотру некоторых положений теории финансов. В последней четверти прошлого века рыночный фундаментализм был выбран в качестве драйвера государственной политики [1, р. 236]. В предкризисные годы он был дополнен положениями, по сути

---

**Игорь Константинович КЛЮЧНИКОВ** — д-р экон. наук, профессор Санкт-Петербургского государственного университета. В 1970 г. окончил Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов. В 1986 г. защитил докторскую диссертацию. В 1990–1995 гг. — Председатель правления Санкт-Петербургской фондовой биржи и Председатель наблюдательного совета Санкт-Петербургского биржевого банка, в 1995–2007 гг. — консультант Всемирного банка (по странам Средней Азии и Индокитая). Сфера научных интересов: теория кредита, бизнес-циклы, экономический рост, кредитная культура, финансовые центры. Автор свыше 150 научных работ; e-mail: igorkl@list.ru

<sup>1</sup> Предложенное нами определение денежного хозяйства прямо вытекает из современной теории экономического роста (сбережения — инвестиции — экономический рост — рост производительности труда — рост уровня благосостояния); денежное хозяйство обеспечивает стартовые условия экономического роста и последующее функционирование вышеприведенной цепочки.

© И. К. Ключников, 2013

финансового социализма — всеобщей доступности денег и финансовых продуктов. Однако ГФК показал несостоятельность таких денежных экспериментов<sup>2</sup>.

Выдвигаются две основные гипотезы: 1) коллективный разум усиливает воздействие на развитие денежного хозяйства и 2) ускоряется реакция государственного регулирования на изменения в денежно-финансовой сфере. В соответствии с доминирующим *неоклассическим подходом* кризисные проблемы сводятся к локальным отклонениям и недостаткам отдельных государственных мероприятий по их исправлению. Решаются такие проблемы достаточно просто — посредством улучшения государственного регулирования несистемных рыночных сбоев. Другой подход, условно названный нами «*Кейсианско-Мински*»<sup>3</sup>, основан на том, что финансовые рынки и денежное хозяйство в целом уязвимы для циклов — происходит постоянный переход от эйфории к упадку и обратно. Поэтому задача регуляторов сводится к созданию системы буферов и противовесов, способных противостоять опасным нарушениям на финансовых рынках. Данная система направлена не на отмену циклических колебаний, а на сокращение их амплитуды; поскольку циклы коренятся в самой социально-экономической системе, то их нельзя полностью подавить или избежать. Все сводится к соревнованию двух диаметрально противоположных взглядов на финансовые кризисы — возможное и невозможное их устранение человеком (его интеллектуальной и регуляционной силой). В результате существуют разные подходы к участию рынка и государства в построении будущего денежно-финансового механизма.

В качестве центральной идеи выбрана инновационность денежного хозяйства. Дело не только в том, что в ходе глобального кризиса финансовые инновации скорее фокусировали и активировали, чем рассредоточивали и подавляли риски [3, с. 51–66]. Существенным является то, что они во многом ответственны за создание условий для перехода к аномальному функционированию основных финансовых рынков [4, с. 192]. К тому же новшества в области приватизации и дерегулирования привели не к упрощению работы и росту, а к усложнению и общему торможению; многие политические и регуляционные мероприятия, направленные на стабилизацию и развитие, имели весьма ограниченный, а в ряде случаев — отрицательный эффект. Сложилось положение, когда действия, выстроенные в соответствии с приоритетной экономической теорией, соответствовали только одной фазе и не сработали в рамках всего цикла. В то же время денежное хозяйство было призвано обеспечивать рост, и предложенные механизмы претендовали на ассоциацию с универсальными временными проектами. Однако открытие и чрезвычайно быстрый подъем новых и интеграция существующих рынков, ускоренное инновациями и связанными с ней глобализацией и дерегулированием, прежде всего, привели к активизации бумов и спадов, а не к реализации долгосрочных ресурсов роста экономики.

---

<sup>2</sup> Ретроспективный анализ денежных экспериментов подробно представлен в разделе «Эксперименты с деньгами и кредитом» в работе [2, с. 88–106].

<sup>3</sup> Такой подход поиска причин кризиса в самой системе совпадает с привычным марксистским взглядом, но отличается от последнего тем, что переносит источник кризисных потрясений, если пользоваться марксистской терминологией, из базиса (промышленности) в надстройку (денежную сферу).

## 2. Основные этапы развития денежного хозяйства

Гипотеза финансовой нестабильности Хаймона Мински обычно интерпретируется как теория делового цикла, в то время как его теория долгосрочных преобразований экономики связывается со сменой общественных укладов и переходом к системе лидерства денежно-финансовых институтов. Капитализм в своем развитии прошел несколько этапов, каждому из которых соответствовали определенные денежные структуры.

### 2.1. Долгосрочные денежные уклады

*Смена лидеров: от коммерческих к инвестиционным банкам*

В XIX в. доминировали коммерческие банки. Они обеспечивали развитие не только «торгового», но и «промышленного капитала». Банки стали основой краткосрочных коммерческих кредитов и расчетов. Однако в XX в. ускоренное развитие получил «финансовый капитализм». Одним из первых смену укладов заметил Рудольф Гильфердинг (1910 г.). Он вывел новый уклад из деятельности инвестиционных банков и определил их лидерство. В то время происходил переход от краткосрочного к долгосрочному внешнему финансированию: коммерческие банки помогали бесперебойному функционированию оборотного капитала, а инвестиционные банки взяли на себя задачу обеспечения роста основного капитала. Переход был связан с повышением уровня риска, поскольку долгосрочные вложения опирались на краткосрочную ресурсную базу, что наглядно выразилось в биржевом крахе 1929 г. и кредитном кризисе 1931 г. Великая депрессия продемонстрировала неспособность финансового капитала решать задачи с новыми рисками.

*Подчиненность банков задачам экономического роста*

После Второй мировой войны для капиталистического уклада Западной Европы характерно появление новых особенностей. Капитализм опирался на управление благосостоянием, и поэтому можно утверждать, что ему стали свойственны своеобразные социалистические черты. Северная Америка перешла к системе государственного капитализма (государство выравнивало уровни развития регионов, управляло экономическим ростом и обеспечивало стабильность денежно-финансовой системы). На обоих полушариях роль денежно-финансовых учреждений была ограничена и прежде всего подчинена решению задач наращивания индустриальной мощи и роста благосостояния. Крупные корпорации, становясь транснациональными (олигополиями), переходили к инвестициям, финансируемым за счет нераспределенных прибылей [5, с. 14–15, 17–20]. Долг частного сектора был небольшим. Однако государственный долг, оставшийся после войны, был значительным. Результатом стало торможение общего развития, сопровождаемое наращиванием активов домашних хозяйств, частных корпораций и банков. Такое положение создало эффект стабилизации хозяйства, которое в целом стало достаточно финансово надежным и не испытывало глубоких потрясений. В такой системе власть банков и кредита была весьма ограничена.

*От стабильности к риску*

Относительная стабильность в первые десятилетия после Второй мировой войны подталкивала хозяйство к большему риску. Происходило наращивание финан-

совой мощи и подготавливался переход к доминированию финансовых игроков. На таком фоне денежно-финансовая система была преобразована по типу «Money Manager»<sup>4</sup> — на микро- и макроуровнях все сводилось к управлению своеобразным финансовым холдингом: корпорации, города, страны управлялись по законам финансового рынка. Множились различные учреждения, многие из которых представляли собой своеобразную «банковскую тень» — государственные и негосударственные пенсионные фонды, хедж-фонды, суверенные фонды, фонды пожертвований в университеты, благотворительные фонды. Все они накапливали огромные средства, искали каналы вложений с максимальной отдачей и переходили, по своей сути, к универсальной банковской деятельности. Они стали новаторами многих новых технологий и продуктов. В результате инновации и финансовая инженерия превратились в ключевой фактор развития новых учреждений. Такое положение сочеталось с наращиванием частного долга, а также с расширением использования краткосрочных ресурсов (в своей основе «летучих» или «горячих» денег) для решения долгосрочных задач.

Переход к дополнительному риску связан с погоней за доходами. Поскольку стабилизация вела к усилению действия тенденции нормы прибыли к понижению, терялось также естественное чувство страха потерь от падений (все привычно и устойчиво), постольку возникало желание расширять деятельность за рамки традиционного подхода и тем самым увеличивать доход. В результате поведение и ожидания людей на благоприятной фазе цикла ускорило переход к нестабильному состоянию денежного хозяйства.

## ***2.2. Краткосрочные приоритеты***

Первый американский послевоенный финансовый кризис произошел в 1966 г., но он был быстро преодолен. Помогло оперативное вмешательство правительства с известным набором кейнсианских мер. Последующие кризисы были не глубокими, и государство действовало по схожим схемам. Создавалось впечатление о низком и к тому же искусно регулируемом риске. Финансовые эксперименты стали нормой, и денежное хозяйство адаптировалось к ним. Постепенно кризисы становились более тяжелыми, но довольно скоротечными, а государство каждый раз прилагало все больше усилий для их преодоления. Согласно выводам Мински, начиная с 1970-х годов финансовые кризисы становились более частыми, тяжелыми и продолжительными [6, р. 323]. Общие приоритеты, выстроенные для достижения краткосрочных задач, перестали срабатывать — временные рамки их действия существенно расширились; происходило обострение противоречия между повышением уровня текучести вложений и ростом срочности их использования. Акцент на решение текущих проблем, связанных с ускорением экономического роста, делался путем накопления и перевода в будущее нерешенных вопросов и рисков. Дело в том, что наращивание денежного хозяйства отвечало краткосрочным задачам и совсем не ориентировалось на долгосрочные цели. В таких условиях происходили искажение структуры и нарушение денежно-финансовых потоков.

---

<sup>4</sup> «Money Manager» капитализм — «сильно перегруженный долгами» и в силу этого постоянно «в поиске дополнительных доходов». Он представлен преимущественно различными денежными фондами. Это определение дал Мински еще в 1986 г. [6]. Результат такого управления — создание чрезвычайно хрупкой денежно-финансовой системы.

Наконец, осенью 2008 г. вся сложившаяся мировая денежно-финансовая система потерпела фиаско. Многие экономисты определили данное событие как «момент по-Мински», или «кризис Мински». Если, как вытекает из теории Мински, денежно-финансовая система переживает постоянные переходы от хрупкости к восстановлению прочности, то предвещаются еще большие коллапсы, масштабы которых сравнимы с крахом 1929 г., завершившим этап финансового капитализма. Итогом станет переход к новому виду капитализма с иным денежным хозяйством. Поэтому необходимы фундаментальные изменения курса, ведущие к преобразованиям всей кредитно-финансовой системы и денежного хозяйства. Мински насчитал «57 видов» капитализма [7] с присущими им денежно-финансовыми хозяйствами, так что «смерть» одних хозяйств, обеспечивающих привычное развитие и устаревший «вид капитализма», означал приход новых, более устойчивых. Так происходило реформирование институциональных, операционных и регуляционных основ капитализма. Если следовать логике Мински, то отсутствует окончательная стабилизация хозяйства, и при построении финансовой теории и разработке денежно-кредитной политики нужно исходить из господства тенденции к финансовой нестабильности<sup>5</sup>.

### ***2.3. От подчинения к диктату: финанализация хозяйства***

До 1960-х годов денежно-финансовый сектор находился на периферии экономики, и его назначение сводилось к поддержке промышленности и обеспечению экономического роста. В то время классическая схема экономического роста сводилась к накоплению и вытекающим из него инвестициям. Однако в дальнейшем положение дел поменялось — финансовая сфера заняла принципиально иное место. «Идеально-кредитная» картина развития хозяйства перестала соответствовать реальности. Новая ситуация — «финансовое хозяйство» — создавалась в ходе финанализации экономики. Финансовый сектор стал вырабатывать собственные законы развития и диктовать общие правила игры для всего общества. По мнению американских марксистов Гарри Мэгдофа и Пола Суизи, процесс финанализации наступил еще в 1970-е годы [8, р. 139–143]. Большинство же экономистов относят возникновение данного феномена к 1980–1990 гг.

Профессор Калифорнийского университета Григорий Криппнер определил финанализацию как «форму накопления, при которой прибыль присваивается в основном через финансовые каналы, а не путем торговли и товарного производства» [9, р. 173]. Герольд Эпштейн считает, что некоторые ученые настаивают на гораздо более узком использовании термина. В одних случаях они используют его для определения господства «акционерной стоимости» как способа корпоративного управления, в других — сводят к преобладанию на рынке капитала финансовых систем по сравнению с банковскими [10, р. 4–5]. Сам Эпштейн под финанализацией понимал процесс «возрастания важности финансовых рынков, финансовых мотивов, финансовых институтов и финансовых элит в функционировании экономики и ее государственных институтов как на национальных, так и международном уровнях» [11, р. 3]. Ряд экономистов сводят финанализацию к монетизации корпоративного управления [12]. Профессор Михаэль Хадсон рассматривает финансовую инженерию как инструмент финанализации

---

<sup>5</sup> Предложенная Мински «гипотеза финансовой нестабильности» объясняет как колебания между прочностью и хрупкостью на финансовых рынках, генерирующие бизнес-циклы, так и роль финансовых инноваций в дестабилизации экономики.

зации, который вызывает «возвращение назад в доиндустриальную ростовщическую и рентную экономику европейского феодализма» [13; 14].

Интересным является представление финанализации в виде «системной трансформации капиталистического производства и финансов, которые привели к кризису 2007–2009 гг.». В ее основе были три особенности: сокращение зависимости корпораций от банков, усиление позиций банков на финансовых рынках, вовлечение населения в финансовые операции [15, p. 20]. Такой подход выкристаллизовался в ходе классической марксистской дискуссии об империализме и финансовом капитале.

Действительно, различие между «финансами» и «промышленностью» для таких крупных производителей, как *General Electric* и *General Motors*, исчезло<sup>6</sup>. Ими было освоено финансовое оружие, использование которого стало гораздо выгоднее, чем опора на производство. Результатом таких преобразований стала большая уязвимость экономики к нестабильности в денежно-финансовом секторе. Кредитные и биржевые кризисы и раньше угрожали не только финансистам, но и промышленникам. Однако в современных условиях они сразу же ударяют по любому промышленному гиганту, который одновременно является и финансовым холдингом. Наиболее наглядно стирание граней между финансовым и производственным секторами корпораций проявилось при банкротстве транснационального энергетического гиганта *Enron* («Энрон»). Корпорация долгие годы росла исключительно за счет финансовых манипуляций<sup>7</sup>. Томас Палей установил, что финанализация воздействует на хозяйство следующим образом: «Меняет структуру и операции финансовых рынков; изменяет поведение нефинансовых корпораций; меняет экономическую политику» [17, p. 2]. Такое положение дел, по его мнению, требует от общества восстановления контроля над финансовыми рынками, бросает вызов неолиберальным экономическим парадигмам, выстроенным на приоритете финансов, и требует реформирования экономической власти [18, p. 201–210].

В конце прошлого века резко возросла торговля акциями и корпоративными облигациями. Так, в США объем продаж вырос с 0,3% от ВВП в 1940–1980 гг. до 3% в 2010 г. [19]. Наиболее быстро рос рынок опционов — за 1991 г. было заключено не более 200 млн опционных контрактов, но уже за 2012 г. — более 4 млрд [20]. Совокупный оборот финансового сектора США в 1956 г. составил 534 млрд долл., что в 1,3 раза превысило ВВП страны (425 млрд долл.), в 2000 г. — 508 трлн долл. — в 51 раз больше созданного в стране продукта (9,8 трлн долл.) [21]. Доля финансовых услуг во вновь созданной стоимости постоянно росла: в 1860–1890-е годы она составляла 1,5%, в 1940-е годы — 2, в 1980-е годы — 5–6, в 2006–2012 гг. — 8,3% [22, p. B-2]. В 1955 г. доля финансового сектора в совокупных прибылях составляла менее 10%, в 2006 г. — 40, в 2009 г. — 30%. Основной рост достигался за счет наращивания задолженности. Долг финансового сектора за это период увеличился с 3 до 120% от валового продукта [23, Table 1–2].

Другим важным трендом развития денежного сектора стала дальнейшая его концентрация. Так, к 2007 г. 4 крупнейших банка сосредоточили 40% банковских активов США, а доля 18 крупнейших банков в 2009 г. превысила 60% активов и 50% депозитов, в то время как еще в 1992 г. эти цифры составляли 22 и 16% соответственно [23, p. 6].

<sup>6</sup> Данная тенденция установлена нами еще в 1980-е годы [16, p. 12].

<sup>7</sup> Существует и другая интерпретация падения *Enron* — «неэффективность рыночного механизма» [5].

Следующей особенностью стали изменение позиций отдельных финансовых отраслей и смена лидеров. Так, доля коммерческих банков сократилась с 60 до 19%, сберегательных банков — с 10 до 2% (активы всего банковского сектора США составляли 12 трлн долл.), компаний по страхованию жизни — с 20 до 7%; в свою очередь, доля финансовых институтов возросла с 4 до 38% (24 трлн долл.), в том числе инвестиционных банков — с 2 до 18%. Наиболее поразительные успехи достигнуты институтами, специализированными на выпуске ценных бумаг, обеспеченных финансовыми активами (в основном залогами). Данный вид деятельности институционально оформился только в 1984 г. Однако уже в 2008 г. их доля на рынке составила 20% [23, Table 3]. Тем не менее Мински продолжал утверждать и поддерживать в переизданной (как указано в предисловии — с последними «включениями») в 2008 г. книге позицию своего консультанта по диссертации Йозефа Шумпетера, который справедливо для первой половины прошлого века полагал, что банки преопределяли финансовую структуру экономики [6].

Согласно данным экономистов Банка международных расчетов Стивена Чеккетти и Аниса Хароуби, финансовализация экономики чрезвычайно важна на ранних стадиях развития, но с определенного момента она негативно влияет на рост. Дело в том, что чрезмерно усиленный финансовый сектор конкурирует с другими секторами. Он перетягивает на себя ресурсы общества (финансовые, людские, материальные) [24, p. 1]. Американский экономист Озгар Оранози (Университет Рутгерса) установил негативную корреляционную зависимость между инвестициями в реальный сектор экономики и уровнем ее финансовализации [25]. Современный финансовый сектор накладывает финансовую ренту на всю экономику — доход получает форму своеобразной ренты. Финансовализация также отвечает за перераспределение богатства в пользу наиболее состоятельных слоев населения и тем самым ведет к возрастанию разрыва между бедными и богатыми [26, p. 27].

В ходе финансовализации хозяйства и дерегулирования рынка произошла трансформация кредитного механизма экономического роста, что преобразовало мотивы, стимулы и инструменты экономического развития. *Первой особенностью (определяющим трендом)* стало изменение баланса сил в системе инвестиций и экономического роста — банки уступили лидерство финансовому рынку. «Старую» экономику поддерживали денежно-кредитные институты; развитие шло в рамках *кредитно-ориентированного хозяйства*. Кейнсианская теория строилась на системе, в которой рост обеспечивался за счет кредитного творчества национальных банков. Ей был неизвестен международный рынок капитала. *Второй особенностью (вспомогательным трендом)* было то, что до последней трети прошлого века хозяйство было нацелено на низкие процентные ставки, которые вызывали высокий уровень активности и занятости, а также поддерживали относительную стабильность. Кроме того, низкие процентные ставки способствовали сокращению расходов бизнеса и правительства и срабатывали в сторону удешевления инвестиций. Однако в современных условиях низкие процентные ставки перестали оказывать стимулирующее воздействие на экономический рост и накопление. В основе *третьей особенности* был переход в конце 1990-х годов США от нетто-кредитора в нетто-заемщика; кроме того, во многих развитых странах население из основных поставщиков денежных ресурсов для инвестиций превратилось преимущественно в заемщиков. В таких условиях инвестиционный спрос переориентировался на рынок капитала, повы-

силось значение кросс-страновых заимствований (нетто-экспортером инвестиций стала Япония, расширились международные кредитные и инвестиционные позиции Китая). Все сопровождалось потерей интереса производственных корпораций к поиску внутренних источников инвестиционных ресурсов, происходило смещение интересов в сторону финансирования активов и рыночному их обороту, что нередко обеспечивало основные доходы. Новая направленность корпораций требовала наращивания у них соответствующих служб, которые стали важными компонентами современного денежного хозяйства. *Четвертая особенность* связана с переориентированием денежного хозяйства на небанковские институты. В конце прошлого века функции кредитования распространялись на широкий круг учреждений. *Пятая особенность* заключается в том, что банки перешли в зависимое положение от рынка капитала, в ресурсной базе традиционное депозитарное фондирование утрачивало главенство. Переход кредитования в розничную сферу и появление новых рынков и источников мобилизации ресурсов в корне поменяли позиции банков [27, р. 4]. Они подчинились требованиям финансовых рынков. В результате усилилась их уязвимость к возросшим внешним рискам.

Финансализация рынка окончательно закрепила смену драйверов роста — кредитование уступило место финансированию. В результате сформировалось *финансово-ориентированное хозяйство*. Дэвид Стокман (экс-конгрессмен, глава Бюджетной комиссии при Президенте Рональде Рейгане, экс-вице-президент инвестиционного банка *Salomon Brothers*), объясняя в газете «Нью-Йорк Таймс» «коррозионные» свойства финансализации, полагал, что она превратила экономику в «гигантское казино»<sup>8</sup>, в котором банки срезают себе несоразмерно большую долю прибылей [30, р. А-30].

### 3. Нестабильность против стабильности

Финансовый кризис подтвердил «гипотезу финансовой нестабильности», предложенную Мински в 1982 г. [31; 32]. Но одновременно он поставил под сомнение его вывод о том, что финансовую структуру экономики определяют банки. Дело заключалось не только в том, что за годы существования Федеральной резервной системы США количество коммерческих банков уменьшилось вдвое, а наиболее заметные сокращения начались на рубеже 1980–1990-х годов. Определяющей тенденцией стало изменение роли банков в обеспечении текущей и перспективной деятельности хозяйства. Совокупность разноплановых обстоятельств привела к следующим изменениям: во-первых, крупные нефинансовые корпорации перешли к системе кредитно-финансового самообслуживания и превратились, по сути, в финансовые холдинги; во-вторых, небанковские финансовые учреждения распространили свою деятельность в кредитно-расчетную сферу, заметно потеснили банки и зачастую стали определять развитие денежного хозяйства; в-третьих, у банков возросло нетрадиционное фондирование — финансовые рынки стали важным источником банков-

<sup>8</sup> Профессор Лондонской школы экономики Сюзана Стрэндж в 1986 г. опубликовала книгу «Капиталистическое казино» [28]. Новый термин получил всеобщее признание. Томас Палей в работе «От финансового кризиса к стагнации» утверждал, что XXI в. представляет собой торжество финансового капитала, при котором «спекуляции типа «капиталистического казино» преобладают над инвестициями в предпринимательский рост» [29, р. 218].



ских ресурсов, что переключило интересы банков с клиентов на финансовые рынки. В результате денежное хозяйство перешло к обслуживанию финансового оборота, отодвинув на задворки решение задач финансирования экономического роста.

Финансовый оборот в США еще в 1970-е годы был больше объема материального производства. В наши дни оборот финансового рынка превысил объем валового внутреннего продукта более чем в 50 раз [33]. В ведущих европейских странах финансовый рынок стал доминировать над рынком материальных ценностей в самом конце 1980-х годов. В Великобритании финансовый оборот превышает материальный в 45 раз, в Германии — в 30 раз, во Франции — в 20 раз. Финансовая система с ее инновационной направленностью стала определяющим фактором всей экономики.

Из гипотезы финансовой нестабильности Мински и теории долговой дефляции Ирвинга Фишера выводится неизбежность финансовых потрясений. Финансализация хозяйства подготовила необходимые и достаточные условия для значительного усиления нестабильности денежно-финансового хозяйства, а рост долговой дефляции привел к чрезмерному разбуханию и усилению его отрыва от реального сектора. Результат: чрезвычайно болезненная смена цикла, сопровождаемая глобальным финансовым кризисом, спровоцировавшим структурные перестройки денежного хозяйства.

Существуют различные толкования причин современного кризиса. К предложенным объяснениям относятся: иррациональное изобилие, порочные стимулы, «жадные банкиры»<sup>9</sup>, ошибки политиков и чиновников [23]. Одной из общепризнанных причин является пренебрежительное отношение к риску [24]. Нередко кризис выводят из отсутствия регулирования быстрорастущих новых сегментов денежного хозяйства, но бывает и наоборот, в его основе видят зарегулированность рынка. Однако многие посткейнсианцы, следуя идеям Мински, утверждают, что нынешний кризис вызван фундаментальными недостатками капитализма — систематически повторяющимися проблемами, которые кроются в современной его фазе — капитализме, управляемом по законам денежного менеджмента. Используя такой подход, легко доказывается главенство финансов в современной рыночной экономике<sup>10</sup>. Ключевые идеи Мински о финансовой нестабильности формализованы в различных макроэкономических расчетах. В частности, разработаны модели, показывающие возрастающую финансовую неустойчивость хозяйства<sup>11</sup> в ходе его финансализации [31].

### ***3.1. Риск как фактор развития денежного хозяйства***

Все проблемы предкризисной фазы сводились к одной — непомерно возросшему риску. По крайней мере, так полагали многие экономисты [37, р. 2], да и подходы к Basel IV (подготовка новых банковских стандартов), и принятый в США Закон

<sup>9</sup> Алан Гринспен, управляющий ФРС США в 1987–2006 гг., говорил о «жадных финансистах» [34]. Жадность банкиров была показана еще Шекспиром в пьесе «Венецианский купец».

<sup>10</sup> Мински выводил возросшую зависимость развития всей экономики от финансов из инновационности последних и кредитной сущности денег и инвестиций. В этом плане он продолжил динамическую концепцию циклов Шумпетера и общую теорию занятости, процента и денег Джона Мейнарда Кейнса [35].

<sup>11</sup> Сун Риу уточнил теорию Мински долговым парадоксом с учетом эффективного спроса предложенного М. Калеки (M. Kalecki) еще в 1942 г. [36].

Dodd-Frank (2010 г.)<sup>12</sup>, изменивший основы регулирования денежно-финансовой сферы, стали своеобразной ответной реакцией на риски — стремление перейти к управлению ими. Следует предпринять шаги в сторону поиска ответа на вопросы: способно ли современное денежное хозяйство оптимизировать риски, и соответствует ли оно по своей структуре (организационной, институциональной, рыночной, регуляционной) количественным и качественным его параметрам? Путем построения простой (и зачастую интуитивной) функции двух переменных можно достаточно наглядно показать переходность денежного хозяйства из стабильного состояния в нестабильное. Первая переменная включает в себя: расходы, понесенные субъектами в связи с поиском, приобретением, фильтрацией, обработкой и анализом информации (здесь заложены информационные расходы); вторая переменная (когнитивная) — временные ограничения, влияющие на способность финансовых агентов обрабатывать поступающую информацию (т.е. представляет собой своеобразную ограниченную рациональность). В качестве отправной точки можно взять совершенно рациональных и полностью информированных рыночных агентов (идеальный рынок). Согласно известной теории, они не несут никаких затрат на сбор и обработку информации, полностью свободны от искажений, т.е. обладают ограниченной рациональностью. На таком предположении строится вся финансовая теория (по крайней мере, стоящая на позициях неоклассической школы)<sup>13</sup>.

Противоположным состоянием финансового рынка являются абсолютная неопределенность и максимальный риск, что соответствует условиям полного отсутствия информации. Промежуточные состояния в каждый данный момент характеризуют реальное положение дел в денежном хозяйстве (которое практически не попадает в поле зрения неоклассических моделей). Конкретное положение дел, скорее, зависит не от равновесия, а от нестабильности и определяется не столько экономической рациональностью, на основе которой строятся строгие неоклассические математические формулы, сколько от поступков рыночных агентов, от доверия, ожидания и предчувствия предпринимателей, действий государственных чиновников и политиков и, конечно, поведения населения.

### *Рыночная информативность*

Рациональность поведения агентов весьма условна, а на практике в значительной степени ограничена. Дело в том, что информацию, которую несет процентная ставка, можно сравнить с айсбергом — для всеобщего обозрения доступна лишь ограниченная часть. Что же касается цены структурированных продуктов, то там информация еще более скрыта. Особую роль играют опционные цены — их временная направленность важна для рынка (поскольку они прогнозируют будущее, знание которого необходимо для всех участников). После работ Дугласа Бридена (Чикагский университет) и Роберта Литценбергера (Стэнфордский университет) [44] многочисленные исследователи использовали опционы для обоснования и развития теории общего равновесия с помощью модели Эрроу–Дебрё. Переход к расчету оп-

<sup>12</sup> Закон по реформированию Уолл-Стрита и защите прав потребителей назван по именам его инициаторов [38].

<sup>13</sup> Целая плеяда ученых разрабатывают и формализуют условия, а также выявляют элементы, определяющие данную функцию: Рон Гилсон и Рейнер Краакман [39], Стивен Шварц [40, р. 211], Генри Ху [41, р. 1457], Гари Гордон [42], Роберт Бартлетт [43].

ционов в динамике с учетом изменений процентной ставки позволил пересмотреть некоторые временные рыночные ориентиры [45]. Однако исследователи не принимали во внимание пространство и не оценивали его способность разъединять и сегментировать рынок. Данная особенность четко прослеживается при сравнительном анализе работы отдельных финансовых центров. Риск является метрической оценкой, необходимой для анализа будущего. Такая оценка выступает базовым условием моделирования равновесного состояния<sup>14</sup>. Но риск достаточно универсален и позволяет не только находить равновесие (в неоклассических моделях) во временном диапазоне и неопределенность (последователями Мински). Не менее важной, на наш взгляд, является возможность применять его для пространственных измерений. Поскольку финансовые рынки имеют территориальную определенность, которая связана, прежде всего, с деятельностью финансовых центров, то и риски также зависят от места положения наблюдаемого хозяйства и их, естественно, также надо оценивать, дифференцировать и сопоставлять. Для географических замеров и сравнений рыночных равновесий (в неоклассической школе) и нестабильностей (для последователей Мински) необходимо уточнять параметры использования данного показателя и разграничивать риски, связанные с временными и пространственными изменениями. По нашему мнению, если учитывать пространство, то в простую функцию двух переменных, ответственных за риски, следует включать третью, отвечающую за пространственное их распределение.

#### 4. Производные пирамиды

В 2003–2004 гг. в денежном хозяйстве произошли радикальные перемены. Рынок полностью развернулся в сторону ценных бумаг, выпущенных на основе ипотечных и других кредитов. Отличие таких бумаг от привычных заключалось в том, что они не попадали под регулирование надзорных органов, а их выпуском и котировкой занимались частные маркет-мейкеры, работающие на инвестиционные банки, но не подконтрольные финансовым органам [47]. Новые производные бумаги (MBS) не соблюдали стандартов, принятых для спонсируемых правительством компаний и бумаг (GCE); они были с повышенным риском и более высоким доходом [48; 49]. В 2007–2010 гг. MBS стали убыточными, но в период 1990–2006 гг. они были высокодоходными. Данные бумаги повысили уровень леввериджа и риска, который в конечном счете абсорбировали налогоплательщики (все потери были покрыты за счет бюджета) [50].

Проблемы секьюритизации не новы для американской и мировой экономики. Попытки секьюритизировать ипотечные кредиты в США, а также в ряде других стран проводились и раньше:

---

<sup>14</sup> Начиная с 1996 г. в соответствии с предложением Банка международных расчетов (Базель) банки стали переходить к расчету специального показателя, определяющего риск («сумма активов, подверженных риску»), и контролю уровня капитала в соответствии с его изменением во времени. В дальнейшем многие финансовые посредники приступили к ежедневному контролю рискованных активов. Постепенно пришло понимание: состояние активов финансовых учреждений не всегда точно определяется даже детализированной суммой отдельных рискованных активов, рассматриваемых только во временном ряду (связано с понятием «субаддитивность финансовых активов») [46]. В таких случаях, на наш взгляд, требуется переход к пространственной координации рисков — учету рисков подразделений корпорации в различных финансовых центрах.

— в 1880-е годы выпускались фермерские закладные. Ипотечные компании организовывали трасты, объединяя закладные в пул, выпускали бонды; инвесторы полагались на репутацию выпустивших такие бумаги компаний. Данный механизм использовался для развития сельскохозяйственного производства; фермы Среднего Запада США через систему секьюритизации соединялись с восточно-американскими и европейскими инвесторами [51]. Однако мировой финансовый кризис 1890–1891 гг., во многом спровоцированный такими рискованными вложениями, полностью разрушил данный механизм;

— в 1910–1920-х годах в США и Великобритании (частично и в Германии) развернулась частная ипотечная секьюритизация для финансирования городского развития (преимущественно индивидуального жилого строительства). Организаторами процесса стали страховые компании. Они выпускали сертификаты, за которыми стояли застрахованные ими закладные [52; 53]. Данная процедура означала повышение уровней риска, выводя их за пределы, которые могли поглощать рыночные агенты [48, р. 214; 54–56]. В Европе данный процесс был приостановлен Первой мировой войной. После войны секьюритизация возобновилась, но полностью завершилась в ходе мирового кризиса 1920–1923 гг., который нарушил рынок и подорвал доверие инвесторов к производным бумагам.

Рыночные инновации проходили под знаком дерегулирования и свободы; на короткий срок — до кризиса 2008 г. восторжествовал рыночный фундаментализм. Его недостатки вполне очевидны — бум внебиржевого деривативного сектора, размер которого за три последние десятилетия увеличился с нуля до 700 трлн долл. [1, р. 82]; развитие системы «теневое банкинга» — переход к доминированию забалансовых операций банка и появление новых финансовых учреждений, занятых обслуживанием деривативных рынков и не подконтрольных надзорным органам.

Так называемая «теневая банковская система»<sup>15</sup> возникла в последние три десятилетия; она достигла расцвета только в канун глобального финансового кризиса. Система, выросшая из секьюритизации активов, интеграции банковского дела с другими финансовыми секторами, оказалась тесно связанной с рынком капитала и в своей основе неустойчивой. Она привлекла внимание правительства и политиков, поскольку они видели в ней угрозу для будущего развития.

Положение о том, что банковская система без определенных ограничений и стабилизаторов нестабильна по своей сути, достаточно известно<sup>16</sup>. Дискуссия о теневом банкинге [62; 63, р. 145–160; 64] поднимает вопрос о необходимости включения его ре-

---

<sup>15</sup> Под теневым банкингом одни авторы понимают процесс секьюритизации (выпуск ценных бумаг против определенных активов — *asset-backed securities*, ABS), другие — рынки деривативов. Основные институты теневого банкинга: дилерские фирмы репо-финансирования; компании, предоставляющие кредит в виде ценных бумаг; компании, структурирующие инвестиционные продукты (SIV); компании, занимающиеся оборотом ценных бумаг, выпущенных против финансовых активов (ABCP); кредитно-ориентированные хедж-фонды; взаимные фонды денежного рынка, которые поглощают различные формы краткосрочных обязательств и трансформируют их в облигации [60, р. 3–4]. Эти учреждения имеют общую особенность: получают доступ к финансированию на короткий срок через денежные рынки для вложения средств в высокодоходные долгосрочные финансовые активы. По этому показателю теневой банкинг далеко превосходит банковскую депозитную деятельность.

<sup>16</sup> Американские экономисты Дуглас Дайманд и Филипп Дайбвиг показали, что банки, если не учитывать страхования депозитов, представляют собой множество неустойчивых равновесий, одним из которых является изъятие банковских вкладов. Страхование депозитов изменило ситуацию — практически свело на нет банковские паники [61].

сурсов в систему страхования депозитов, принятую для обычных банков. Однако возможны и другие подходы. Они связаны с упреждением рисков и системой различных ограничений, а также поддержкой ликвидности и даже страхования краткосрочных кредиторов [65, p. 1291].

Проблемы денежного хозяйства в части «теневое банкинга» и деривативного рынка в конечном счете сводятся к наличию и выделению одного и очень ценного товара: информации. Насколько она дорога? Кто ее получает? И, что немаловажно, кого она обходит и кто ее полностью лишен? От ответов на эти вопросы во многом зависит регулирование данного сектора и в целом денежного хозяйства. Прежде всего, решается вопрос о целесообразном уровне леввериджа: внутри финансовой системы (новые финансы перевешивают традиционные в отношениях 10 : 1), между финансами и реальным сектором (подчиненность финансов заменилась на их доминирование). Ответ на него является принципиальным и методологически определяющим для позитивной экономической науки, из которой во многом вытекает современная теория финансов [57, p. 14–15, 31; 58, p. 303–320; 59].

Каждый, через кого проходило ипотечное кредитование, получал прибыль. Ипотечный кредит выглядел как совершенный продукт, который всем выгоден: брокеру, кредитору, секьюритайзеру, маркет-мейкеру, перекупщику и, конечно, инвестору; заемщик в силу роста цен на недвижимость всегда выигрывал при реализации по более высоким ценам своих активов. Рядом с основными рыночными участниками зарабатывали многочисленные «помощники» — оценщики, ходатаи, юристы и консультанты; складывалась особая инфраструктура, состоящая из регистраторов, депозитариев, клиринговых компаний, а также рейтинговых, информационных и аналитических агентств.

### Примеры

1. Как ни странно, в концентрированном виде ипотечным «космосом» со всеми его ярко выраженными проблемами стала крохотная Исландия. Страна была трансформирована под идеалы премьер-министра Дэвида Офсена, который изменил фундаментальные основы общества (социал-демократические ценности) и взял за основу принципы свободного рынка. Традиционной деятельностью были рыболовство и связанная с ним промышленность. В 2003 г. была проведена беспрецедентная приватизация крупнейших банков страны при подозрительных обстоятельствах. Старейший банк, основанный в 1885 г., — *Landsbankinn*, как и другие банки, оказался в руках ближайших друзей премьер-министра. Перейдя в частный статус, банки сделали ставку на новые финансовые продукты и осуществляли покупку и продажу друг другу новых ценных бумаг, при этом постоянно взвинчивая цены. В результате возник эффект роста банковской отрасли — раздулись балансы, увеличились обороты и повысились прибыли. Каждый житель страны получил возможность купить себе дом, а часто два-три дома. Центральный банк понизил процентную ставку и наводнил страну дешевыми и доступными кредитами. В страну стали возвращаться многие, кто ранее ее покинул в поисках лучшей жизни; они перешли к освоению преимуществ свободного финансового рынка, который стал своеобразным золотым руно. Исландия была в этом отношении не одинока, во многих странах происходили похожие события. Но в Исландии кристаллизировались все проблемы нового денежного хозяйства, потерявшего связь с народным хозяйством.

2. Ипотечную раскрутку получил финансовый бизнес Дебаи (ОАЭ). Город стал мировым чемпионом глобального пузыря недвижимости. Когда не хватало земли, в ход пускались водные просторы — так возник пальмовый остров с бесчисленными люксовыми кондоминиумами, отелями, которые привлекали европейских, африканских и ближневосточных инвесторов, но в дальнейшем такая недвижимость оказалась невостребованной. Все покупалось для перепродажи. В результате пальмовый остров оказался полузаброшенным. Персонифицировались такие процессы главой Дебаи — шейхом Мохаммедом бин Рашид Ал Михаилом.

3. В предкризисные годы в Испании строилось больше домов, чем во Франции и Германии, вместе взятых. В настоящее время 2/3 муниципальных образований страны — банкроты, и кварталы недостроя и заброшенных домов остались «памятником» недавнего бума.

Финансирование Исландии, Дебаи и Испании напоминало финансовые пирамиды, строительство которых шло за счет раскрутки новых финансовых инструментов и рынков. Однако все эти процессы основывались на экспансии ипотечного кредитования США, которая обеспечивалась денежным хозяйством страны и всего мира. Во главе ее находилась система теневого банкинга.

## 5. Три урока глобального финансового кризиса для денежного хозяйства

Современный финансовый рынок не только чрезвычайно сложный, но и крайне инновационный. Данные его особенности во многом предопределили переход денежного хозяйства в кризисное состояние и вызвали пересмотр основных постулатов финансового управления, среди которых выделяются следующие:

1. Структура капитала и процедура финансовой несостоятельности банков и финансовых институтов нуждаются в пересмотре. Программы финансового оздоровления *Bear Stearns* и *AIG* под залог ценных бумаг, государственная помощь *Citigroup* и *Bank of America* и полное замораживание денежного хозяйства после банкротства *Lehman Brothers* продемонстрировали необходимость общей ревизии процедуры финансовой несостоятельности. Многие скрытые формы государственной гарантии стали чрезмерным бременем для бюджета и налогоплательщиков. В США ответной реакцией на кризис стал *Dodd-Frank Act*, который не только расширил надзорные функции центрального банка, но и пересмотрел некоторые базовые положения по структуре капитала, отношению к рискам и устойчивости банков. В целом в мире уже произошло усиление регулирования банковского капитала на основе *Basel III*<sup>17</sup> и идет работа по подготовке новых стандартов, отражающих посткризисные реальности, — *Basel IV*. Центральный вопрос дискуссии по новым правилам учета и регулирования — разработка структуры капитала банков, которая оградит от достаточно высоких потерь и избавит от необходимости общественного спасения как отдельных кредитных учреждений, так и всей системы<sup>18</sup>.

<sup>17</sup> Набор стандартов банковского капитала и ликвидности (внедрен в 27 странах).

<sup>18</sup> Существуют различные конкретные предложения по реализации данной задачи. Так, одни экономисты предлагают расширить страхование банковской деятельности, в том числе страхования рисков [66]; другие считают, что переход к дополнительному страхованию повысит стоимость заимствования и приведет к конфликту интересов между акционерным капиталом и банковскими обязательствами [67]; третьи опасаются значительного роста собственного капитала банков [68].

2. Теневая банковская система нуждается в реформировании [69]. В современном хозяйстве банковское и фондовое дело неразделимы: условия банковского фондирования непосредственно связаны с колебаниями уровня леввериджа финансовых посредников, т. е. зависят от изменений соотношений между собственными и заемными капиталами банков и других финансовых институтов. Теневой банкинг с его быстрым ростом финансовых рычагов и доступностью кредита позволил финансовому сектору претендовать на большую и постоянно растущую долю национального дохода. Такое положение можно представить в виде финансовой «монетизации», поскольку финансовая система превратилась из инвестиционной в спекулятивную. Главная управленческая задача — краткосрочная максимизация доходов (все строится на быстрой спекулятивной игре). Высший образец монетизации — финансовые пирамиды. По мнению экономистов, эффективное разрешение проблемы возможно путем сокращения финансового сектора на две трети и фундаментального его реформирования [23]. Однако в жизни все происходило по-другому: за сокращением денежных торговцев во время кризиса сразу же после его спада последовало их возвращение. С новой силой они приступили к подготовке экономики к очередному пузырю. Общая тенденция: «увеличение размеров и важности наиболее опасных институтов» [23, р. 3], создание на базе центральных банков мегарегуляторов.

3. Проблема акцептования квази-денег становится решающей для создания условий для эффективного и направленного на нужды реального сектора денежного хозяйства. Мински подходил к денежно-кредитному творчеству (акселерации) с широких позиций. В частности, он писал, что «каждый может создавать деньги; проблема заключается в их акцептовании» [6]. Одним из основных и исторически исходных видов банковского бизнеса является «акцепт» — признание различных видов денег, только после банковского удостоверения многие суррогатные деньги принимаются как деньги. Естественно, банки от организации оборота таких денег получают доход (комиссионные вознаграждения, проценты, премии) и, следовательно, чем больше квази-денег они акцептуют, тем выше их прибыли. Отношение банков к данной деятельности является проциклическим (совпадает с ходом цикла: в ходе бума акцептование возрастает, в кризисы — падает), что, согласно Мински, вызывает нестабильность и переводит банки на спекулятивные позиции, отрывая их от решения задач реального сектора экономики. Предкризисный денежный режим вел к ослаблению связей такого денежного хозяйства с реальной экономикой, что сочеталось с гипертрофированным раздуванием финансового сектора. Переосмысление позиций денежного хозяйства и его регулирования, по мнению многих экономистов, «выступает в качестве первого шага в серии институциональных инноваций направленных на перевод финансов на эффективную службу реальной экономики... при одновременном расширении экономических возможностей страны...» [70, р. 3].

## **6. Выводы: к будущему денежному хозяйству**

Все рассуждения о формах и сценариях денежного хозяйства несут отпечаток более или менее эксклюзивных. В наши дни они вытекают из двух противостоящих друг другу теорий кредита и финансов, если говорить точнее, противоречивых представлений о драйверах экономического роста — кейсианских или рыночных. Постоянно меняющееся денежное хозяйство относится к базовым и универсальным усло-

виям развития цивилизации. Поэтому все изменения, связанные с ним, оказывали и продолжают оказывать неизгладимое воздействие на наше прошлое, настоящее и будущее.

Важными свойствами современного денежного хозяйства являются усложненность и инновационность. Такие свойства во многом связаны с возрастающим отрывом денежного хозяйства от нужд и требований реального сектора. В результате возникает множество проблем регулирования и подрываются основы для его эффективной работы. Проблемы вытекают из высокой стоимости информации, глубоко укоренившейся ее асимметрии, доминирования теневого банковского дела, непропорциональной финанализации экономики, возрастающих временных сдвигов между ресурсной базой и инвестициями. Они подчеркивают необходимость и оправдывают радикальное вмешательство регулирующих органов в отрасль с целью уменьшения сложности рынков, денежно-финансовых структур и инструментов путем, прежде всего, повышения их прозрачности и изменения направленности деятельности в сторону обслуживания реальной экономики. Реформы — это своеобразный ответ на гипертрофированное развитие денежного хозяйства и финансового рынка.

Глобальный финансовый кризис возобновил интерес к работам Мински и включил в повестку дня политиков и ученых вопрос нестабильности денежного хозяйства, инициировал философское обсуждение систем и ценностей, которые сделали такую катастрофу возможной. Сложилась парадоксальная ситуация: всё, что считалось дестабилизирующими факторами — финанализация экономики, смена денежных хозяйств и структурная его перестройка, инновации, конкуренция, — в действительности представляло собой факторы ускорения развития. При этом не Вальрасовское равновесие, а динамическая нестабильность Шумпетера–Мински<sup>19</sup> определяет развитие денежного хозяйства и его отношение к запросам общества. На вопрос: «Насколько рынок способен самостоятельно удалять устаревшие элементы и обновлять существующие денежные структуры?», нет однозначного ответа. Каждая школа дает свои обоснования. В условиях парадоксального развития денежного хозяйства — когда не оно приспосабливалось к требованиям экономики, а экономика подстраивалась к меняющемуся денежному хозяйству — необходимо углубленное понимание, в том числе с философских, прикладных и формализованных позиций, места и роли денежного хозяйства в обществе, а также переход к специальному исследованию основных тенденций его развития.

С учетом небольшой экстраполяции, расширяющей рамки результатов исследования статьи, можно сформулировать следующие выводы:

1. Финанализация экономики, растущая автономия, свобода выбора, возросшая индивидуальность денежного хозяйства не столько усилили его соперничество с реальным сектором, сколько обострили внутреннюю конкурентную борьбу. Результатом стали смена лидеров и расширение числа участников; одновременно повышались ответственность, зависимость и подчиненность денежного хозяйства, а также усиливалась его чувствительность к внешним воздействиям. Возросшая подвижность денег и кредита, перевод в ликвидное состояние многих обездвиженных ресурсов и ускоренный рост финансовых активов значительно активизировали хо-

<sup>19</sup> Так, можно объединить инновационность и динамический подход Шумпетера с гипотезой финансовой нестабильности Мински.



зяйственную жизнь и расширили рыночные взаимодействия автономных хозяйств. Более того, нарастало подчинение каждого хозяйства универсальным законам денег и финансового капитала.

2. Количественный рост финансов, рост числа участников системы «кредитор—должник» и долговых обязательств усилили неустойчивость хозяйства. Через уровень процента, объемы и направления кредитования, масштабы денежной интервенции, скорость обращения и распространение квази-денег происходили постоянные настройка и оптимизация денежного хозяйства. Балансировка всех его составляющих достигалась, среди прочего, периодическими кризисами, депрессиями и банкротствами, которые направляли перестройки, проводили необходимые оптимизации и устанавливали равновесия и подготавливали переходы к новым циклам.

3. Денежное хозяйство никогда не сводилось к функциям раздаточного устройства в экономике, так же как оно не строилось исключительно из поведения его участников и их чистой интуиции. Экономические, социальные, поведенческие зависимости вытекали из определенных тенденций. История денежного хозяйства свидетельствовала о постоянном возрастании значения денег, а потом и финансового капитала и всех его инструментов, институтов и отношений, а также периодически возникающих ажиотажей и паник, развертывания недоверия, перерастающего в веру, прагматических действий рыночных агентов и государств.

4. Каждый известный этап и тип денежного хозяйства имел собственную траекторию движения, которая раскрывалась через историю его узловых пунктов, основных звеньев и институтов. Менялись границы денежных систем, перестраивались их структуры, возникали новые и отмирали устаревшие инструменты, появлялись новые действующие лица, расширялись территория и хозяйственная сфера функционирования. В конечном счете денежные институты завоевали привилегированное положение над производством и потреблением.

5. Движение вперед не определено; главные вопросы: произойдет ли упорядочение денежного хозяйства или ему угрожает постепенное погружение в хаос? Возможные сценарии развития: реформирование денежного хозяйства в сторону глобального неолиберализма, но не следует забывать, что действует и тенденция к возрождению чего-то вроде новой Бреттон-Вудской системы. Если первый сценарий призывает к торжеству рыночного фундаментализма или подводит к действию правил, которые господствовали до Первой мировой войны, то второй (по аналогии с преобразованиями в связи со Второй мировой войной) — переходу от хаоса, вызванного войной, к упорядоченному денежному хозяйству. Маловероятным представляется сценарий, согласно которому произойдет распад денежного хозяйства на фрагментарные националистически настроенные денежные системы, а в рамках государств наступит время массовых банкротств денежно-финансовых институтов и аннулирование задолженности.

Основные предложения экономистов и политиков в конечном счете сводятся к расширению, усилению и углублению государственного регулирования, а также изменению классификации и финансовой структуры. Но есть еще и другой подход. Он основан на способности инновационной направленности рынка на определенном этапе самостоятельно устранить структурные, институциональные, операционные и, конечно, объемные денежно-финансовые излишки. Проблема сводится к следующему: готово ли человечество ждать таких преобразований, справится ли оно

с последствиями рыночной адаптации денежного хозяйства к реальным запросам экономики и насколько общество имеет право позволить себе разрушение финансового богатства? С большой долей вероятности можно утверждать, что цена таких преобразований может зашкалить за разумные пределы и, по сути, стать запретительной для цивилизации.

## Литература

1. *Awrey D.* Complexity, Innovation and the Regulation of Modern Financial Markets. *Linacre College, Oxford University // Harvard Business Law Review.* 2012. N 401, June 16. P.235–294.
2. *Ключников И. К., Молчанова О. А.* Кредитная культура: сущность, закономерности, формы. СПб.: Изд-во С.-Петерб. ун-та экономики и финансов, 2011. 221 с.
3. *Ключников И. К., Молчанова О. А., Ключников О. И.* Финансовые центры: теория и механизмы развития. СПб.: Изд-во С.-Петерб. ун-та экономики и финансов, 2012. 330 с.
4. *Ключников И. К., Молчанова О. А.* Финансовые кризисы: теория, история и современность. СПб.: Изд-во С.-Петерб. ун-та экономики и финансов, 2011. 258 с.
5. *Ключников И. К., Молчанов А. Н.* Кредитный механизм транснациональных корпораций. М.: Финансы и статистика, 1986. 175 с.
6. *Minsky H. P.* Stabilizing an Unstable Economy. New York: McGraw Hill, 2008 (1986). 354 p.
7. *Wray L. R.* Why Minsky Matters // *Credit Writedowns.* 27 March 2012. URL: <http://www.creditwritedowns.com/2012/03/why-minsky-matters.html> (дата обращения: 29.10.2013).
8. *Magdoff H., Sweezy P.* Stagnation and the Financial Explosion. *Economic History As It Happened.* Vol. IV. New York: Monthly Review Press, 1987. P. 139–143.
9. *Krippner G.* The Financialization of the American Economy // *Socio-Economic Review.* 2005. Vol. 3, Is. 2 (February). P. 173–208.
10. *Financialization and the World Economy / ed. by Epstein H.* Northampton (Massachusetts): Edward Elgar Publishing, 2005. 445 p.
11. *Epstein G.* Financialization, Rentier Interests and Central Bank Police. Amherst: University of Massachusetts, 2001. 43 p.
12. *Gomez P-Y, Korine H.* Entrepreneurs and Democracy: a Political Theory of Corporate Governance. Cambridge: Cambridge University Press, 2008. 336 p.
13. *Schaefer S.* Tech Bubble: Who Benefited? An Interview with Michael Hudson // *CounterPunch.* Week-end Edition. 2003. August 29–31.
14. *Hudson M.* Financial Capitalism v. Industrial Capitalism. Contribution to The Other Canon Conference on Production Capitalism vs. Financial Capitalism Oslo, September 3–4, 1998. URL: <http://michael-hudson.com/1998/09/financial-capitalism-v-industrial-capitalism> (дата обращения: 29.10.2013).
15. *Lapavitsas C.* Financialisation and Capital Accumulation: Structural Accounts of the Crisis of 2007-9. *Research on Money and Finance. Discussion Paper no 16.* School of Oriental and African Studies, University of London. 2010. February. 34 p.
16. *Jonathan R. M.* A Pox on Both your Houses: ENRON, Sarbanes-Oxley and the Debate Concerning the Relative Efficacy of Mandatory Versus Enabling Rules // *Washington University Law Review.* 2003. Vol. 81, Is. 2. P. 329–355.
17. *Palley Th. I.* Financialization: What it is and Why it Matters. 2007. October 24. 39 p. URL: [http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working\\_papers/working\\_papers\\_151-200/WP153.pdf](http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_151-200/WP153.pdf) (дата обращения: 29.10.2013).
18. *Palley Th. I.* Financialization: Economics of Finance Capital Domination. New York; London: Palgrave Macmillan, 2013. 234 p.
19. *Philippon Th.* Has the Finance Industry Become Less Efficient? Or Where is Wal-Mart When we Need it? // *VOX.* 2 December 2011. URL: <http://www.voxeu.org/article/where-wal-mart-when-we-need-it> (дата обращения: 29.10.2013).
20. *Online Brokers Court Option Traders // Bloomberg BusinessWeek.* 2013. 14 September.
21. URL: <http://en.wikipedia.org/wiki/Financialization>. 14 September 2013 (дата обращения: 29.10.2013).
22. *Bartlett B.* “Financialization” as a Cause of Economic Malaise // *The New York Times, Economix.* 2013. September 14; 2013. June 11.
23. *Nersisyan Y., Randall W. I.* The Global Financial Crisis and the Shift to Shadow Banking // *Working Paper.* N 587. New York: The Levy Economics Institute Press, 2010. February. 30 p.

24. *Cecchetti S. G., Kharroubi E.* Reassessing the Impact of Finance on Growth. Bank for International Settlements. WP 381. 2012. July. 21 p.
25. *Orhangzi O.* Financialisation and Capital Accumulation in the Non-financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973–2003 // *Cambridge Journal of Economics*. 2008. Vol. 32. P.863–886.
26. *Bakija J., Cole A., Heim B. T.* Jobs and Income Growth of Top Earners and the Causes of Changing Income Inequality: Evidence from U.S. Tax Return Data. U.S. Department of the Treasury, 2012. April. 63 p.
27. *Erturk K., Ozgur G.* What is Minsky all about, anyway? // *Real-World Economic Review*. N50. 2009. 8 September. P.3–15.
28. *Strange S.* Casino Capitalism. Oxford: Basil Blackwell, 1986. 207 p.
29. *Palley Th.* From Financial Crisis to Stagnation: The Destruction of Shared Prosperity and the Role of Economics. Cambridge: Cambridge University Press, 2013 (2012). 253 p.
30. *Stockman D.* State-Wrecked: The Corruption of Capitalism in America // *New York Times*. Sunday Review. 2013. March.
31. *Passarella M.* The Tow-price Model Revisited. A Minskian-Kaleckian Reading of the Process of “Financialization” // MPRA Paper N 32033. Munich: MPRA, 2011.11 July. 36 p.
32. *Lavoie M.* Towards a Post-Keynesian Consensus in Macroeconomics: Reconciling the Cambridge and Wall Street views. October 2008 University of Ottawa 12<sup>th</sup> Conference of the Research Network Macroeconomics and Macroeconomic Policy, Macroeconomic Policies on Shaky foundations. Wither mainstream economics. Berlin, 2008. 31 October — 1 November. 37 p.
33. URL: <http://en.wikipedia.org/wiki/Financialization>. 14 September 2013 (дата обращения: 29.10.2013).
34. *Goodman P.* Taking Hard New Look at a Greenspan Legacy // *New York Times*. 2008. 8 October.
35. *Wray L. R.* The Rise and Fall of Money Manager Capitalism: a Minskian Approach // *Cambridge Journal of Economics*. 2009. Vol. 33. P.807–828.
36. *Ryoo S.* The Paradox of Debt and Minsky’s Financial Instability Hypothesis // *Metroeconomica*. 2013. Vol. 64, Is. 1. P.1–24.
37. *Ojo M.* Preparing for Basel IV (Whilst Commending Basel III): Why Liquidity Risks Still Present a Challenge to Regulators in Prudential Supervision (Part II) // 9<sup>th</sup> INFINITI Conference of International Finance. Trinity College Dubkin. 2011. 13–14 June. P.2–14.
38. PUBLIC LAW 111 –203 –DODD-FRANK WALL STREET REFORM AND CONSUMER PROTECTION // Pub.L. 111–203, H. R. 4173. URL: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/content-detail.html> (дата обращения: 29.10.2013).
39. *Gilson R., Kraakman R.* The Mechanisms of Market Efficiency, *Virginia Law Review*. 1984. Vol. 70, Is. 4. P.549–595.
40. *Schwarcz S. L.* Regulating Complexity in Financial Markets // *Washington Law Review*. 2009. Vol. 87, Is. 2. P.211–268.
41. *Hu H. T. C.* Misunderstood Derivatives: The Causes of Information Failure and the Promise of Regulatory Incrementalism // *Yale Law Journal*. 1993. Vol. 102, N. 6 (April). P.1457–1513.
42. *Gorton G.* The Panic of 2007 // Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Conference. 2008. August P.20–34. URL: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) (дата обращения: 29.10.2013).
43. *Bartlett R. P.* Inefficiencies in the Information Thicket: A Case Study of Derivatives Disclosures During the Financial Crisis // *Journal of Corporate Law*. 2010. Vol. 36, Is. 1. 57 p.
44. *Breeden D. T., Litzenberger R. H.* Prices of State-Contingent Claims Implicit in Option Prices // *Journal of Business*. 1978. Vol. 51, Is. 4. P.621–651.
45. *Almeida C., Vicente J. V. M.* Identifying Volatility Risk Premia from Fixed Income Asian Options // *Journal of Banking and Finance*. 2009. Vol. 33, Is. 4 (April). P.652–661.
46. *Garcia R., Renault E., Tsafack G.* Proper Conditioning for Coherent VaR in Portfolio Management // *Management Science*. 2007. Vol. 53, Is. 3 (March). P.483–494.
47. *Levitin A. J., Wachter S. M.* Explaining the Housing Bubble // *Georgetown Law Journal*. 2012. Vol. 100, N4. April 12. P.1177–1258.
48. *Simkovic M.* Competition and Crisis in Mortgage Securitization // *Indiana Law Journal*. 2013. Vol. 88. P.213–271.
49. *Simkovic M.* Secret Liens and the Financial Crisis of 2008. URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1323190](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1323190) (дата обращения: 29.10.2013).
50. *Frame W. S., White L. J.* Fussing and Fuming over Fannie and Freddie: How Much Smoke, How Much Fire? // *Journal economic perspective*. 2005. Spring. P.158–174.

51. *Snowden K. A.* Mortgage Companies and Mortgage Securitization in the Late Nineteenth Century, August. 2007. URL: [http://www.uncg.edu/bae/people/snowden/Wat\\_jmcb\\_aug07.pdf](http://www.uncg.edu/bae/people/snowden/Wat_jmcb_aug07.pdf) (дата обращения: 29.10.2013).
52. *Goetzmann W. N., Newman F.* Securitization in the 1920's // National Bureau of Economic Research, Working Paper N. 15650, 2010. URL: <http://www.nber.org/papers/w15650> (дата обращения: 29.10.2013).
53. *Snowden K. A.* The Anatomy of a Residential Mortgage Crisis: A Look Back to the 1930s 11–12 // National Bureau of Economic Research, Working Paper. N 16244, 2010. URL: <http://www.nber.org/papers/w16244> (дата обращения: 29.10.2013).
54. *Block-Lieb S., Janger E. J.* Reforming Regulation in the Markets for Home Loans // *Low Journal*. 2010. Vol. 681. P. 688–690.
55. *Kettering K. C.* Securitization and Its Discontents: The Dynamics of Financial Product Development // *Low Revue*. 2008. Vol. 1553. P. 1569–1574.
56. *Lubben S. J.* Beyond True Sales: Securitization // *Journal of Law and Business*. 2004. Vol. 89. P. 92–96.
57. *Friedman M.* The Methodology of Positive Economics // *Essays in Positive Economics* / ed. by M. Friedman. Chicago: University of Chicago Press, 1966 (1953). 329 p.
58. *Hoover K. D.* Milton Friedman's Stance: The Methodology of Causal Realism // *The Methodology of Positive Economics: Reflections on the Milton Friedman Legacy* / ed. by U. Mäki. Cambridge: Cambridge University Press, 2009. 382 p.
59. *Hoover K. D., Young W.* Rational Expectations: Retrospect and Prospect // *Macroeconomic Dynamics*. Cambridge University Press, 2013. Vol. 17. Is. 5 (July). P. 1169–1192.
60. *Ricks M.* Shadow Banking and Financial Regulation. Columbia Law and Economic // Working Paper. 2010. N 370. August 30. 58 p.
61. *Diamond D. W., Dybvig Ph. H.* Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity // *Journal of Political Economy*. 1983. Vol. 91. P. 401–419.
62. *Geithner T.* Reducing Systemic Risk in a Dynamic Financial System // Federal Reserve Bank of New York, 2008. June 9. 5 p.
63. *Krugman P.* The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008. Chapter 8: Banking in The Shadows. 2<sup>nd</sup> edition. New York: Norton & Company, 2009. 214 p.
64. *Кругман П.* Возвращение Великой депрессии? М.: Эксмо, 2009. 336 с.
65. *Ricks M. A.* Regulatory Design for Monetary Stability // *Vanderbilt Law Review*. 2012. Vol. 65, Is. 5. P. 1289–1360.
66. *Kashyap A., Stein J. C., Hanson S.* An Analysis of the Impact of “Substantially Heightened” in Capital Requirements on Large Financial Institutions // Working Paper. Chicago: University of Chicago, 2010. May. 46 p.
67. *Hellwig M., Peiderer P.* Fallacies, Irrelevant Facts and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Expensive. Stanford Graduate School of Business // Research Paper. N 2065. August 2010. 72 p.
68. *Sundareshan S., Wang Z.* On the Design of Contingent Capital with a Market Trigger // *Journal of Finance*. 2010. Vol. 65, Is. 2 (April). P. 523–567.
69. *Adrian T., Shin H. S.* The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation // Federal Reserve Bank of New York Staff Reports. 2009. N. 382. July. 16 p.
70. *Lothian T.* American Finance and American Democracy: Towards an institutionalist. Law and economics // Working Paper. N 418. New York: Columbia University Press, 2012. January 30. 48 p.

Статья поступила в редакцию 30 сентября 2013 г.