

## ИНТЕРПРЕТАЦИИ ФИНАНСОВОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ И КРИЗИСОВ В ПОСТКЕЙНСИАНСКОЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ТЕОРИИ

**А.М. БЕТМАКАЕВ,**

кандидат исторических наук, доцент,  
Алтайский государственный университет, г. Барнаул,  
e-mail: btmkv@yandex.ru;

**И.Н. ЮДИНА,**

кандидат экономических наук, доцент,  
Филиал Финансового университета при Правительстве РФ, г. Барнаул,  
e-mail: ijudina@yandex.ru

*Капитализм второй половины XX в. показал удивительную живучесть после избавления от Великой депрессии. Вера в безграничные возможности эффективных финансовых рынков вкупе с денежной политикой властей породили иллюзию искоренения серьезных кризисов. Но эта вера была подорвана последним глобальным финансовым кризисом 2008 г. Макроэкономисты должны признать, что в реальности финансовые рынки далеки от идеала, подвержены масштабным иллюзиям и безумию толпы. В статье рассматриваются теоретические положения экономистов посткейнсианского направления, проливающие свет на истоки финансовой нестабильности. Без понимания механизмов нарастания финансовых кризисов, они неизбежно будут о себе напоминать в будущем.*

**Ключевые слова:** экономическое равновесие; бизнес-цикл; монетарная политика; финансовые рынки; финансовая нестабильность.

## INTERPRETATIONS OF FINANCIAL INSTABILITY IN POST-KEYNESIAN ECONOMICS

**A.M. BETMAKAEV,**

Candidate of History (PhD), Associate Professor,  
Altai State University, Barnaul,  
e-mail: btmkv@yandex.ru;

**I.N. YUDINA,**

Candidate of Economic Sciences (PhD), Associate Professor,  
Financial University under the Government  
of the Russian Federation, Branch in Barnaul,  
e-mail: ijudina@yandex.ru

*Having escaped the Great Depression, capitalism of the second half of the 20th century proved its extraordinary survivability. The belief in infinite possibilities of effective financial markets together with governmental monetary policies have created an illusion that serious crises have been eliminated. Yet, such belief was lost due to the latest global financial crisis of 2008. Macroeconomists must admit that real financial markets are far from perfect and are often affected by far-reaching delusions and mayhem of mob. This article studies theories of post-Keynesian economists, who elucidated the causes*

*of financial instability. Without understanding of how financial crises develop they will inevitably continue to emerge.*

**Keywords:** *economic equilibrium; business cycle; monetary policy; financial markets; financial instability.*

**JEL classifications:** *B22, B260.*

### **Введение**

Начиная с кейнсианской революции институциональный механизм рыночной экономики был успешно подправлен усилиями центральных банков и правительств. С 1930-х гг. рецепты Дж. Кейнса спасали капитализм от кризисов. Американский капитализм показал удивительную живучесть после избавления от Великой депрессии. Под влиянием развития технологий, СМИ, законодательных и регулирующих механизмов основы капиталистической экономики претерпевали медленные изменения по своей форме и структуре. Эволюция в корпоративном управлении, усложнение банковских продуктов в области инвестиционных стратегий, изощренность финансовых рынков повлияли на динамику и определили новое лицо капитализма второй половины XX в.

Считалось, что было найдено противоядие против кризисов. Но эта вера была подорвана мировым экономическим кризисом в 2008 г. Исторический опыт и экономический расчет, законодательные и регулирующие гарантии, а также политический прагматизм позволили остановить расширение кризиса. Центральные банки и правительства действовали быстро и слаженно, что не скажешь о временах Великой депрессии в 1930-е гг. Принимая во внимание, что человеческие настроения и стадный инстинкт, которые управляют рынками, стали более очевидными вместе с большей финансовой изощренностью XXI в., экономическая политика и менеджмент также стали более проактивными, чем прежде. Система регулирования финансового сектора не поспевала за его качественным и количественным ростом, который стал более уязвимым к кризису. Поэтому требуется переустановка и обновление регулирования с учетом требований современных финансов.

Опять возродился интерес к основным постулатам кейнсианства, особенно по проблемам финансовой нестабильности и кризисов, рецептам по предотвращению рецессий и роли государственного регулирования. Рассмотрим далее основные направления развития теорий финансовой нестабильности и эффектов государственного регулирования экономики в трудах основных последователей Джона Кейнса.

### **1. Посткейнсианцы о причинах финансовой нестабильности: микроэкономическое обоснование**

Основополагающим пунктом учения посткейнсианцев является теория денежной экономики. Посткейнсианцы развили идею Кейнса, забытую в ходе эволюции традиционного кейнсианства. Суть посткейнсианской теории денежной экономики заключается в следующем.

Рыночная экономика – это производственная экономика, и процесс производства в ней занимает длительный промежуток времени. Именно учет временного лага является новацией посткейнсианских моделей экономического цикла и причин финансовой нестабильности. Для того чтобы минимизировать неопределенность будущего, хозяйствующие субъекты создают определенные институты, прежде всего такие, как форвардные контракты и деньги. Форвардные контракты устраняют неопределенность в отношении будущих поставок и продаж, платежей и поступлений. Но для их нормального выполнения необходимо, во-первых, общепринятое средство их соизмерения, а, во-вторых, общепринятое средство их погашения. Актив, который используется для удовлетворения обеих потребностей, есть деньги. «Важность денег в основном как раз и вытекает из того, что они являются связующим звеном между настоящим и будущим» (Кейнс, 2002. С. 23).

Циклические колебания экономической активности порождаются, по мнению посткейнсианцев, изменениями в выборе активов длительного пользования, главным образом, элементов основного капитала и высоколиквидных активов (денег и их заменителей). При прочих равных условиях увеличение спроса на капитальные блага (уменьшение спроса на деньги) приводит к подъему и

буму в экономике, тогда как уменьшение спроса на капитальные блага (увеличение спроса на деньги) вызывает спад и депрессию. Выбор активов длительного пользования определяется, прежде всего, ожиданиями будущих доходов и степенью уверенности в этих ожиданиях.

Рассмотрим альтернативную точку зрения на кризис, представленную Х. Мински и его последователями. Суть концепции, разработанной Мински, состоит в том, что капиталистическая экономика порождает финансовую структуру, которая подвержена финансовым кризисам. Экономическая активность генерирует денежные потоки частных фирм. Часть этих потоков позволяет взять кредит. Величина ожидаемых денежных потоков от деловых операций определяет спрос и предложение на рынке «долгов», используемых для финансирования приобретения капитальных активов и для производства новых капитальных активов (инвестиционных благ). «Деньги возникают, главным образом, в результате финансирования банками бизнеса и приобретения ими других активов, а уничтожаются, когда происходит погашение долгов банкам или когда банки продают активы» (*Minsky, 1978*).

Когда прибыли сокращаются, делая некоторые фирмы неспособными погасить долги, то это может послужить толчком к началу серьезного финансового кризиса, развитие которого будет зависеть от того, как на данную ситуацию прореагирует центральный банк. Неспособность фирм к выплате задолженности ставит банки в опасное положение, поскольку они сами являются должниками по отношению к другим финансовым институтам.

М. Вольфсон, исследователь послевоенных финансовых циклов в США с позиций теории Х. Мински, указывал, что «неожиданное событие» может ускорить приближение кризиса. Таким событием, по его мнению, может быть неожиданный дефолт главного заемщика или ужесточение условий кредитования со стороны регулятора, что приводит к финансовой хрупкости всей системы, поскольку «нормальная модель финансирования разрушается, и прерывается поставка кредита» (*Wolfson, 1999*). Как и Мински, он считал, что невозможность рефинансировать существующие финансовые обязательства приводит к распространению кризиса. Поэтому более жесткое финансовое регулирование может обеспечить экономическую стабильность, а финансовая нестабильность является следствием того, что финансы переросли «узкие рамки регулирования». Среди финансовых обязательств важную роль играют «непреднамеренные инвестиции» – инвестиционные проекты, которые уже были начаты и нуждаются в дополнительном внешнем финансировании, или неожиданные увеличения материальных запасов, которые должны быть реализованы, но из-за падения спроса ставшие неликвидными (*Wolfson, 1994*).

Подобные инвестиции рассматриваются как механизм распространения финансового кризиса на всю экономику. Финансирование инвестиционного проекта на начальной стадии в условиях будущей неопределенности подвергают бизнес финансовому риску. И чем больше масштаб инвестиций относительно имеющихся резервов фирмы, тем больше риск. Снижение нормы прибыли в условиях финансовой нестабильности приводит к снижению деловой активности.

Экономисты, изучавшие процесс принятия инвестиционных решений, долгое время игнорировали такую важную переменную, как доля валовой прибыли, отчисляемая компанией в резерв (нераспределенная прибыль). Одним из первых, кто еще в 1930-е гг. выдвинул ее в качестве центральной, был польский ученый М. Калецкий. Он придавал большое значение неэластичности сбережений рантье (непроизводительного класса) как ведущего фактора рецессий и бумов: если инвестиции падают, то сбережения тоже падают, но поскольку рантье не сокращают свои сбережения так же, как падают инвестиции, то сокращение сбережений происходит за счет предпринимателей, – за счет их нераспределенной прибыли. Это еще больше сокращает инвестиции и приводит к сокращению совокупного дохода в экономике. И только тогда, когда сбережения домашних хозяйств начинают сокращаться, происходит частичное восстановление нераспределенной прибыли компаний (*Kalecki, 1937*).

По Калецкому, объем планируемых на следующий год капиталовложений представляет собой одновременно растущую функцию валовых сбережений и функцию изменения прибылей за ближайший предшествующий период. Таким образом, он считал ожидаемую прибыль одним из факторов, определяющих инвестиционные мотивации предпринимателя. Недавние изменения прибыли являются тем показателем, который используется предпринимателями для оценки будущей рента-

бельности их капиталовложений. Но главную роль играют все же валовые сбережения. Снижение прибыли происходит вследствие роста финансовых обязательств, а растущее предпочтение ликвидности компаний (сберегать, а не инвестировать) есть следствие растущего риска.

Мински также отмечал наличие связи между инвестициями и прибылью, но не выделял связь между предпочтениями ликвидности и финансовыми обязательствами. Он исходил из общей теории Кейнса, который рассматривал предпочтение ликвидности с позиции спроса на деньги, которое влияет на процентные ставки по финансовым инструментам. Именно эти процентные ставки вместе с ожидаемой прибылью влияют на величину реальных инвестиций компаний.

М. Калецкий рассматривал финансовую нестабильность как врожденную черту финансового капитализма и не считал, что регулирование кредита способно стабилизировать экономику. Х. Мински так же как другие последователи Дж. Кейнса, придавал большее значение фискальным интервенциям, чтобы предотвратить финансовую нестабильность.

Калецкий, как и Кейнс, полагал, что макроэкономическая политика необходима для стабилизации рыночной экономики и отдавал предпочтение комбинированной политике. При этом он первым среди кейнсианцев указал на возможность эффекта вытеснения как ограничителя действенности фискальной политики.

## 2. Конец ортодоксии: подрыв веры в совершенные финансовые рынки

Создание рынков с совершенной информацией, которые призваны помогать осуществлять планы на будущее и избегать арбитража, были существенной составляющей доминирующей экономической парадигмы. Без жестокой приверженности принципам некейнсианской экономики никогда не было бы взрывного роста финансовых инноваций после устранения барьеров для арбитража (закон Гласса-Стигалла в США, статья 65 в Японии, рестриктивная практика в Великобритании до 1986 г.). Введение новых правил в области надзора, которая освобождает стимулы снизу, благоприятно повлияло на развитие рынка.

Банковский закон Гласса-Стигалла был принят в 1933 г. для того, чтобы предотвратить конфликт интересов между кредитованием и оценкой ценных бумаг путем разграничения сфер деятельности коммерческих и инвестиционных банков. Экономист Джозеф Стиглиц выступал против его отмены, которую он назвал «кульминацией лоббистской кампании» банков и отрасли финансовых услуг (*Stiglitz, 2009*). По его мнению, отмена закона способствовала кризису, так как превалирующей корпоративной культурой стала не более консервативная культура коммерческих банков, а культура инвестиционных банков, в которой высокие риски являлись приемлемыми, из-за чего в период бума выросли как доля рискованных операций, так и доля заемного капитала.

Критики некейнсианцев представили свидетельства несовершенства финансовых рынков. Их позиция такова: кризиса не может быть, если рынки совершенны. А поскольку кризис произошел, то и рынки, следовательно, неполные/несовершенные. Чтобы показать, что это утверждение неверно, нужно доказать, что кризис происходит даже с совершенными рынками. Они пришли к выводу, что конвульсия на финансовых рынках, которая тогда только начиналась, была обусловлена, во-первых, неполной информацией о том, кто чем владел и, во-вторых, рассогласованием стимулов.

Конечно, на финансовых рынках существует арбитраж. Банки инвестируют в структурированные кредитные продукты (обычно структурированный продукт состоит из кредита, в его различных проявлениях, и одного или нескольких производных инструментов), которые они разрабатывают и затем размещают их за балансом (так называемые специальные инвестиционные инструменты – SIV или conduits) с их собственными источниками фондирования, привлекаемыми с рынка коммерческих бумаг, обеспеченных активами (структурированные ноты). Эти продукты привлекли большое внимание во время обвала на финансовых рынках в 2007 г. в связи с ипотечным кризисом, когда стоимость списания бумаг составила десятки миллиардов долларов, поскольку инвесторы стали избавляться от ипотечных бумаг низкого качества.

Сторонники школы «экономики нового равновесия» утверждают, что отмена закона Гласса-Стигалла должна была сопровождаться также отменой Базельских требований по капиталу. Каждый банк мог бы определять свой собственный норматив достаточности капитала, согласованный предварительно с регулятором, который позволил бы этим активам оставаться на балансе. Это клю-

чевой пункт в их аргументации: поскольку структурированные финансовые продукты оставались бы на балансе, это давало бы возможность сохранять их прозрачность, отслеживать их риски, а акционеры банка могли бы проверять рискованное поведение менеджеров банка.

Однако проблема состояла не в том, что структурированные финансовые инструменты (типа SIV) были невидимы для акционеров; наоборот, информация о них была доступна в отчетах. Менеджеры и акционеры просто не принимали их в расчет до тех пор, пока уже не стало слишком поздно, поскольку эйфория, охватившая рынки, затмила все риски. Вера в спонтанный и рациональный порядок, который обеспечивает рынок, была безграничной и, в конечном счете, привела к крушению.

Многие идеи посткейнсианцев получили практическое подтверждение. В январе 2011 г. американская Комиссия по расследованию причин финансового кризиса опубликовала доклад о причинах кризиса и о том, что кризиса можно было избежать (*The Financial Crisis Inquiry Report, 2011*). По мнению авторов доклада, кризис был вызван: 1) несовершенством финансового регулирования, в том числе, неспособностью Федеральной резервной системы препятствовать выдаче «токсичных» ипотечных кредитов; 2) значительными нарушениями в сфере корпоративного управления, в том числе опрометчивыми рискованными действиями ряда финансовых корпораций; 3) опасным сочетанием избыточного кредитования и принятия на себя чрезмерных финансовых рисков, как домашними хозяйствами, так и игроками фондового рынка, что привело к кризису финансовой системы; 4) неготовностью к кризису высших должностных лиц на ключевых регулирующих и контрольных постах и недостаточным пониманием принципов работы финансовой системы; 5) систематическим несоблюдением этических норм и нарушением принципов прозрачности на всех уровнях.

### 3. Финансовая нестабильность как следствие монетарной политики

Монетарная политика в США в конце XX – начале XXI вв. привела к нежелательным и непреднамеренным последствиям. В последние два десятилетия ситуация низкой волатильности на финансовых рынках, стабильность производства и цен создали терпимое отношение к риску. «Великая умеренность» («Great Moderation») стала результатом политики центральных банков, которая привела к буму на фондовых рынках.

Примерно с середины 1980-х гг. основные экономические показатели в США (рост реального ВВП, промышленного производства, уровень заработной платы, занятости и безработицы) стали умеренными. Экономические агенты переориентировали свои межвременные предпочтения в пользу текущего потребления и краткосрочных инвестиций. Ожидания, как рациональный ответ на изменившиеся условия, стали более оптимистичными. Финансовые рынки в ответ на изменившиеся потребности предоставили новые средства для их удовлетворения – более изощренные финансовые инструменты.

Известный представитель новой интерпретации финансовых кризисов Ф. Мишкин отмечал, что субстандартные займы являются примером финансовых инноваций. Они породили бум заимствований, лучше удовлетворяли интересы фирм и домашних хозяйств и способствовали в целом углублению финансовой системы. Но эти же инструменты могли породить сумятицу на финансовых рынках в краткосрочном периоде. Мишкин признал, что монетарная политика может иметь негативные эффекты. Денежная политика, по его мнению, управляет шоком, приводя в замешательство экономических агентов, на которых сваливается неожиданный успех, а на финансовых рынках, тем временем, надуваются пузыри, затем они взрываются и наносят невосполнимый ущерб (*Mishkin, 2007*).

Представители концепции реальных бизнес-циклов (РБЦ) придерживаются той точки зрения, что цены на активы реагируют только на неожиданные изменения в совокупном потреблении, а это, в свою очередь, объясняется экзогенными шоками в технологиях или сдвигами в предпочтениях. Своим названием теория реальных экономических циклов обязана тому, что основным источником экономических колебаний должны быть изменения производительности труда или других «реальных» факторов, таких как международные цены на нефть. Именно неравномерные изменения этих переменных ведут к нестабильному росту экономики. В остальном же экономика находится в устойчивом равновесии, т. е. любые отклонения от него она «вылечивает» сама, если

ей не будут мешать. Такой вывод противоречит традиционному кейнсианскому подходу, согласно которому краткосрочные колебания экономики обусловлены изменчивым спросом, движимым необъяснимыми «животными инстинктами».

Непредвиденные эффекты такой эндогенной вещи, как монетарная политика, по их мнению, были временными и не особенно серьезными. Но они все же допускали существование временных эффектов и определенной эффективности от денежной политики. Последний экономический кризис был достаточно серьезным, а жилищный бум, который ему предшествовал, тоже был глобальным, и этому что-то способствовало, и представители РБЦ считают, что этот фактор является экзогенным.

Представители двух школ посткейнсианской теории оценивают и технологический бум 1990-х гг. Согласно теории деловых циклов, инновации в области информационных технологий должны были привести к повышению производительности труда, что стимулировало бы работодателей нанимать больше работников: в США наблюдались бурный рост экономики и увеличение занятости.

Однако, согласно новой кейнсианской теории, ВВП страны в краткосрочной перспективе определяется спросом, и без его расширения технологический прорыв должен привести к сокращению, а не к увеличению занятости, поскольку для удовлетворения спроса теперь требуется меньше работников. Поэтому «новые кейнсианцы» полагают – сокращения спроса не последовало только потому, что Федеральная резервная система (ФРС) параллельно расширила денежную массу, что и стимулировало дополнительный спрос. Таким образом, они отводят определенную роль государству, которая сводится главным образом к мерам денежно-кредитной политики. Эти различия в интерпретациях усилили разногласия между сторонниками концепции РБЦ и неокейнсианской школой.

#### 4. Может ли экономическая теория предсказать финансовый кризис?

В неокейнсианских моделях нет места для кризиса, поскольку при их разработке использовалось предположение об эффективном рынке. Макроэкономисты должны признать, что в реальности финансовые рынки далеки от идеала, поскольку находятся в зависимости от стадного поведения инвесторов. Поэтому необходимо учитывать финансовую реальность в теории макроэкономики.

Две основные конкурирующие экономические школы (неокейнсианство и Чикагская неоклассическая школа) сошлись по ключевым аспектам макроэкономической теории. Например, обе приняли в свой научный арсенал концепцию «рациональных ожиданий», которая лежит в основе макроэкономических построений. Они исходят из предположения, что домашние хозяйства стремятся к максимизации полезности, а фирмы – к максимизации прибыли; экономические агенты принимают решения на основе рациональных ожиданий.

Новый макроанализ привел неоклассиков к критике традиционных эконометриков с позиций того, что Лукас назвал «теорией экономической политики» (*Lucas, 1976. P. 20*). Традиционные макроэкономические модели (как в теории монетаризма, так и в теории Кейнса) предполагают, что поведение агентов инвариантно к изменению правил игры и экономической политики. Поэтому они не могли предсказать влияние на производство, занятость и цены огромного бюджетного дефицита и увеличения денежной массы, наблюдаемых в 1970-е гг.

Знаменитая «критика Лукаса», которая утверждала, что «при условии, что эконометрические модели строятся на оптимальном поведении экономических агентов, а оно меняется вместе с изменениями экономической политики, следует, что любое изменение в политике будет неизбежно менять саму модель» (*Lucas, 1976. P. 41*). Она объясняет, почему политика по стимулированию спроса может и не иметь никакого воздействия на производство и занятость.

Так появились динамические стохастические модели общего равновесия (DSGE), которые настолько сложны, что не могут быть решены аналитически. Их решение требует использования количественных методов и компьютерных вычислений для оценки параметров модели.

Однако такие модели оказались бесполезны в предсказании текущего кризиса. Их критический разбор в работе (*Ormerod, 2010*) показал, что, хотя они принимают в расчет риск, но не учитывают неопределенность. Риск можно предсказать при оценке вероятности распределения будущих результатов. Но это не относится к неопределенности. Автор замечает: «в дивном новом мире DSGE вероятность системного коллапса, или каскадного эффекта неплатежей, никогда не рассматривалась» (*Ormerod, 2010. P. 10*).

Тем не менее, когда потребовалось найти быстрый ответ на решение кризиса, политики вспомнили уроки из экономической истории и апеллировали к кейнсианской теории, а не к современной макроэкономике. В частности, американские и европейские экономические советники определили главную проблему кризиса в терминах ограничения совокупного спроса и обратились к истории Великой депрессии 1930-х гг., чтобы не допустить ключевых ошибок того времени. Считается, что банкротство тысячи банков в США усугубило депрессию в экономике. Этим и объясняется спасение финансовой системы путем предоставления беспрецедентной помощи. Таким образом, успех применения программ экономических стимулов, связанных с Новым курсом Ф. Д. Рузвельта означает, что аналогичные меры необходимо вновь использовать для выхода из рецессии.

### 5. Кейнсианское решение для кейнсианской проблемы

Отличительный признак последнего кризиса – то, что кредитная система стала давать сбои: банки прекращали кредитовать другие банки и бизнес. В ответ правительства стали помогать банкам и другим финансовым институтам, которые считались «слишком большими, чтобы лопнуть», поскольку их банкротство могло нанести непоправимый ущерб всей экономике.

Сегодня реальными проблемами остаются безработица и отсутствие совокупного спроса, т. е. именно те проблемы, с которыми Джон Мейнард Кейнс столкнулся 80 лет назад во время Великой депрессии. Денежно-кредитная политика тогда и сейчас достигла своих пределов: дальнейшее снижение процентных ставок либо является невозможным, либо не будет оказывать значительного влияния на стимулирование экономики.

Американский капитализм пытается адаптироваться к системным вызовам, в том числе, с помощью финансовых вливаний. ФРС, Комиссия по ценным бумагам и правительство используют самое мощное оружие – финансовое смягчение. С самым мощным, чем когда-либо в истории, пакетом фискального и денежного стимулирования американский капитализм вошел в новую фазу развития. Также задействован институт государственно-частного партнерства, чтобы восстановить стабильность банковской системы. Государство будет управлять рынком, пока система не вернется в норму.

### ЛИТЕРАТУРА

- Кейнс Дж.М. (2002). Общая теория занятости, процента и денег. М.: Гелиос АРВ, 352 с.
- Kalecki M. (1937). The Principle of Increasing Risk // *Economica*, vol. 4, no. 16, pp. 440–446.
- Krugman P. (2009). The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008. New York.
- Minsky H.P. (1978). The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to «Standard» Theory // *Nebraska Journal of Economics and Business*, vol. 16, no. 1, pp. 5–16.
- Lucas R. (1976). Econometric Policy Evaluation: A Critique / In Brunner K., Meltzer A.H. (eds.) *The Phillips Curve and the Labor Market*. Amsterdam, North-Holland, pp. 19–46.
- Mishkin F.S. (2007). Housing and the Monetary Transmission Mechanism // *Finance and Economics Discussion Series: Working Paper*, presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium, September. Available at: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2007/200740/200740pap.pdf>.
- Ormerod P. (2010). The Current Crisis and the Culpability of Macroeconomic Theory, 21st Century Society // *Journal of the Academy of Social Sciences*, vol. 5, no. 1, pp. 5–18.
- Stiglitz J.E. (2009). Capitalist Fools // *Vanity Fair*, January. Available at: <http://www.vanityfair.com/magazine/2009/01/stiglitz200901>.
- The Financial Crisis Inquiry Report (2011)*: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. Washington // *Financial Crisis Inquiry Commission*. Available at: <http://fcic.law.stanford.edu>.
- Wolfson M.H. (1994). Financial Crises: Understanding the Post-War U.S. Experience. Armonk.
- Wolfson M.H. (1999). Financial Instability and the Credit Crunch of 1966 // *Review of Political Economy*, vol. 11, no. 4, pp. 407–414.

## REFERENCES

- Kalecki M.* (1937). The Principle of Increasing Risk. *Economica*, vol. 4, no. 16, pp. 440–446.
- Keynes J.M.* (1936). The General Theory of Employment, Interest and Money. London: Macmillan. (Russ. ed.: *Keynes J.M.* (2002). *Obschaya teoriya zanyatosti, protsenta i deneg*. Moscow: Gelios ARV Publ., 352 p.)
- Krugman P.* (2009). The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008. New York.
- Minsky H.P.* (1978). The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to «Standard» Theory. *Nebraska Journal of Economics and Business*, vol. 16, no. 1, pp. 5–16.
- Lucas R.* (1976). Econometric Policy Evaluation: A Critique / In *Brunner K.* and *Meltzer A.H.* (eds.) *The Phillips Curve and the Labor Market*. Amsterdam, North-Holland, pp. 19–46.
- Mishkin F.S.* (2007). Housing and the Monetary Transmission Mechanism. *Finance and Economics Discussion Series: Working Paper*, presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium, September. Available at: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2007/200740/200740pap.pdf>.
- Ormerod P.* (2010). The Current Crisis and the Culpability of Macroeconomic Theory, 21st Century Society. *Journal of the Academy of Social Sciences*, vol. 5, no. 1, pp. 5–18.
- Stiglitz J.E.* (2009). Capitalist Fools. *Vanity Fair*, January. Available at: <http://www.vanityfair.com/magazine/2009/01/stiglitz200901>.
- The Financial Crisis Inquiry Report (2011)*: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. Washington. *Financial Crisis Inquiry Commission*. Available at: <http://fcic.law.stanford.edu>.
- Wolfson M.H.* (1994). Financial Crises: Understanding the Post-War U.S. Experience. Armonk.
- Wolfson M.H.* (1999). Financial Instability and the Credit Crunch of 1966. *Review of Political Economy*, vol. 11, no. 4, pp. 407–414.