

## **Mechanizm funkcjonowania gospodarki, przyjmowany przez H. Minsky'ego<sup>1</sup>**

Obecny kryzys finansowy spowodował zwrócenie uwagi na teorię niestabilności finansowej H. Minsky'ego. Mechanizm funkcjonowania gospodarki, za pomocą którego H. Minsky wyjaśnia proces endogenicznej generacji kryzysów finansowych został przedstawiony na schemacie 1.

W mechanizmie tym najważniejszą rolę odgrywają inwestycje. Decyzje o inwestowaniu są określane na podstawie przewidywanych zysków. W tym elemencie swego rozumowania H. Minsky nawiązuje do poglądów J.M. Keynesa [H.P. Minsky, 1984a, s. 59-70].

Jeżeli te przewidywania są tak ważne dla gospodarki, to powstaje pytanie, co określa zależność między przewidywanymi, a zrealizowanymi zyskami. W odpowiedzi następuje nawiązanie do znanego twierdzenia Kaleckiego, że robotnicy konsumują tyle, ile zarabiają, a kapitaliści zarabiają tyle, ile wydają [M. Kalecki, 1980, s. 149-150, 526]. W interpretacji H. Minsky'ego w najbardziej abstrakcyjnym modelu kapitaliści jedynie inwestują [H.P. Minsky, 1984b, s. 35-36]. Oznacza to, że zrealizowane zyski w przyszłości w całej gospodarce będą określone przez zagregowane inwestycje dokonywane w przyszłości. Wówczas, gdy zrealizowane zyski są nie mniejsze, niż zyski planowane w momencie podejmowania decyzji inwestycyjnych dochodzi do potwierdzenia ich słuszności. Wpływa to pozytywnie na decyzje o nowych inwestycjach i finansowaniu ich długiem. Hipoteza niestabilności finansowej może być zatem uznana za finansową teorię inwestowania.

Drugi problem, który podejmuje H. Minsky można sformułować za pomocą kolejnego pytania: co wywołuje fluktuacje inwestycji prowadzące do fluktuacji zysków, mających negatywny wpływ na podejmowanie nowych decyzji inwestycyjnych. Jego rozwiązanie prowadzi do wyróżnienia trzech kluczowych elementów teorii niestabilności finansowej.

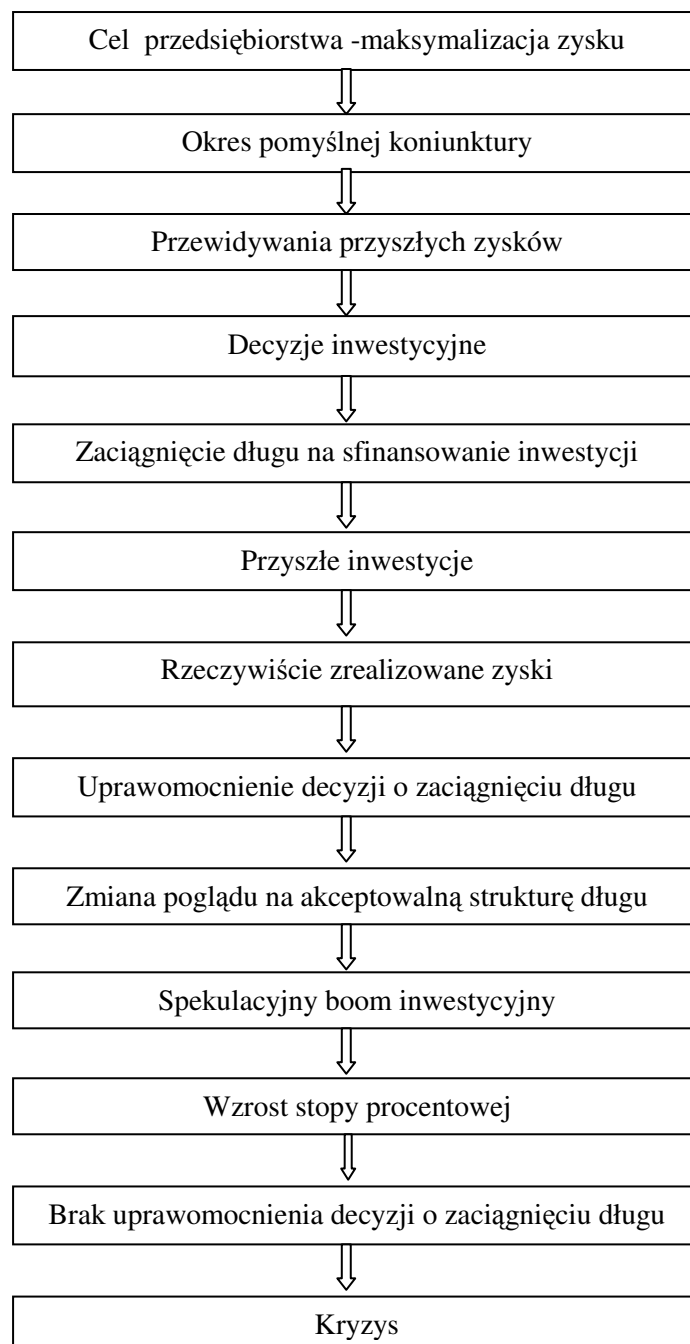
Pierwszym kluczowym elementem teorii niestabilności finansowej jest wspólne eksperymentowanie jednostek finansowych i przedsiębiorstw w poszukiwaniu dopuszczalnej struktury finansowania w okresie pomyślnej koniunktury [H.P. Minsky, 1984a, s. 67]. Taki

---

<sup>1</sup> Opracowanie oparte jest na artykule pt. „Endogeniczny mechanizm przyczynowo-skutkowy współczesnego kryzysu”, który zostanie opublikowany w drukowanym Zeszytach Naukowym Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, zatytułowanym "Globalizacja. Korzyści. Zagrożenia. Perspektywy".

proces występuje w gospodarce, ponieważ zyski zrealizowane stają się wówczas większe, niż zyski planowane. W ten sposób następuje potwierdzenie (uprawomocnienie – *validation*) słuszności decyzji inwestycyjnych, podjętych w przeszłości.

Schemat 1. Schemat mechanizmu funkcjonowania gospodarki w teorii niestabilności finansowej



Źródło: opracowanie własne

Marża bezpieczeństwa, przyjęta przez instytucje finansowe zajmujące się finansowaniem inwestycji realizowanych przez przedsiębiorstwa w poprzedzającym okresie niezbyt pomyślnej koniunktury okazuje się zbyt duża. Ma to istotny wpływ na decyzje o sposobie finansowania nowych inwestycji. Zmienia się pogląd na akceptowalną strukturę długu. W rezultacie w gospodarce rośnie udział jednostek o finansowaniu spekulacyjnym i typu Ponzi [H.P. Minsky, 1984b, s. 22-23].<sup>2</sup> Główne skutki takich zmian mają zasadnicze znaczenie dla dalszego funkcjonowania gospodarki: „Wzrost udziału długu w finansowaniu podnosi cenę aktywów kapitałowych i zwiększa inwestycje. Jeśli proces ten jest kontynuowany gospodarka transformuje się w gospodarkę boomu” [H.P. Minsky, 1984a, s. 66].

Drugim kluczowym elementem tej teorii jest wzrost stopy procentowej w okresie spekulacyjnego boomu inwestycyjnego. Zwiększenie się możliwości osiągania zysków w tym okresie i zmiany w akceptowalnej strukturze długu wywołują wzrost popytu na zewnętrzne finansowanie. Doprowadza to do wzrostu stopy procentowej. Zwiększenie długu i krótkoterminowych stóp procentowych w sytuacji konieczności krótkoterminowego refinansowania długu przez jednostki o finansowaniu spekulacyjnym i typu Ponzi prowadzi do większego spadku rynkowej wartości aktywów, niż zobowiązań. Dochodzi do przekształcania się na szeroką skalę jednostek o finansowaniu spekulacyjnym w jednostki o finansowaniu typu Ponzi i utraty wypłacalności jednostek o finansowaniu typu Ponzi dla całego okresu objętego spłatą długu. Wywołuje to gwałtowną zmianę akceptowanej struktury finansowania.

Trzecim kluczowym elementem tej teorii są globalne skutki malejącej skłonności instytucji finansowych do finansowania długiem. Po pierwsze, wywołuje to zmniejszenie się inwestycji. Po drugie, prowadzi to do spadku zysków zrealizowanych poniżej zysków przewidywanych w momencie podejmowania decyzji inwestycyjnych w przeszłości. Nie następuje pozytywna weryfikacja tych decyzji o finansowaniu inwestycji długiem. Po trzecie, pojawiają się ze

---

<sup>2</sup> Jednostki o finansowaniu spekulacyjnym charakteryzują się wyższymi strumieniami pieniężnymi niż płatności z tytułu niespłaconych długów łącznie dla wszystkich okresów, objętych przewidywaniem i równocześnie krótkoterminowymi płatnościami, wynikającymi z zobowiązań umownych przekraczającymi krótkoterminowe strumienie wpływające. Jednostki te regulują odsetki, lecz nie mają zdolności spłaty rat kapitałowych w krótkim okresie. Aby w pełni spłacać dług niezbędne jest jego refinansowanie. Dla jednostek o finansowaniu Ponzi strumienie pieniężne w krótkim okresie czasu nie wystarczają na spłaty nie tylko rat kapitałowych, lecz także odsetek od długów. Muszą zatem pożyczać, aby spłacać odsetki i z tego powodu ich dług rośnie. Finansowanie za pomocą długu jest dla nich dostępne tylko wtedy, gdy ich przewidywane strumienie pieniężne są wyższe od płatności z tytułu niespłaconych długów dla wszystkich okresów łącznie.

strony instytucji finansowych rosnące naciski na obniżenie stopy zadłużenia. Ponieważ bieżące strumienie pieniężne nie wystarczają jednostkom o finansowaniu spekulacyjnym i typu Ponzi na spłatę zadłużenia, a z drugiej strony nie mogą one liczyć tak jak poprzednio na refinansowanie długu pozostaje im tylko sprzedaż posiadanych aktywów. Jeżeli zachowania tego rodzaju przyjmą znaczne rozmiary może wywołać to panikę, prowadzącą do wyprzedaży aktywów i gwałtownego spadku ich cen, wywindowanych w górę w okresie boomu inwestycyjnego. Kryzys finansowy charakteryzuje się wzajemnie oddziaływanymi na siebie paniką na rynkach finansowych, spadkiem cen aktywów i krachem kredytowym. H. Minsky w najważniejszym wniosku swojej teorii stwierdza, że; „...gospodarka kapitalistyczna endogenicznie generuje finansową strukturę, która jest podatna na finansowe kryzysy” [H.P. Minsky, 1984a, s. 68].

#### Bibliografia

M. Kalecki, 1980, *Dzieła, tom 2, Kapitalizm. Dynamika gospodarcza*, PWE, Warszawa.

Minsky H.P., 1984a, *The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to „Standard” Theory*, w: Minsky H.P., *Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance*, M. E. Sharpe, Inc., New York.

Minsky H.P., 1984b, *Finance and Profit: The Changing Nature of American Business Cycles*, w: Minsky H.P., *Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance*, M. E. Sharpe, Inc., New York.