Jarosław Mielcarek

Teoria niestabilności finansowej Hymana Minsky'ego

Ekonomiczne Problemy Usług nr 39, 496-503

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

MUZEUM HISTORII POLSKI

ZESZYTY NAUKOWE UNIWERSYTETU SZCZECIŃSKIEGO
NR 549 EKONOMICZNE PROBLEMY USŁUG NR 39 2009

JAROSŁAW MIELCAREK
Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

TEORIA NIESTABILNOŚCI FINANSOWEJ HYMANA MINSKY'EGO

Wprowadzenie

H. Minsky był zapomnianym ekonomistą. Wybuch kryzysu finansowego w 2007 roku wywołał duży wzrost zainteresowania jego pracami. Zaczęły one osiągać na aukcjach internetowych ceny zbliżone do 1000 dolarów. W powszechne użycie wśród ekonomistów i w prasie ekonomicznej wszedł termin *Minsky moment* na opisanie górnego punktu zwrotnego w cyklu finansowym. Aby umożliwić współczesnym czytelnikom zapoznanie się z teorią niestabilności finansowej, lub jak nazywał ją H. Minsky z hipotezą niestabilności finansowej jego główne prace zostały wydane ponownie[1]. Ponieważ uważa się, że teoria ta ma znaczenie dla wyjaśnienia współczesnego kryzysu warto ją również przedstawić czytelnikowi polskiemu[2].

Ponieważ wszystkie najważniejsze idee swojej teorii H. Minsky przedstawił w artykułach zebranych w wydaniu książkowym, rekonstrukcja jego poglądów zostanie przedstawiona na podstawie najważniejszych artykułów z tego zbioru[3]. Tytuł tego zbioru „Czy to się może zdarzyć ponownie?" można uznać za proroczy w kontekście współczesnego kryzysu.

Ze względu na wąskie ramy artykułu nie jest możliwe zaprezentowanie pełnej rekonstrukcji tej teorii. Uwaga zostanie skoncentrowana na przedstawieniu dwóch mechanizmów prowadzących do niestabilności finansowej oraz scharakteryzowaniu momentu Minsky'ego. Na tej podstawie czytelnik będzie mógł wyrobić sobie przekonanie o aktualności teorii niestabilności finansowej.

Wpływ długu i sposobu jego weryfikacji na niestabilność gospodarki

Decyzje dzisiejsze o inwestycjach podejmowane są na podstawie przewidywanych zysków w przyszłości. W tym elemencie swego rozumowania H. Minsky nawiązuje do

---

[1] H.P. Minsky: *Stabilizing an Unstable Economy*. McGraw Hill, New York 2008; H.P. Minsky: *John Maynard Keynes*. McGraw Hill, New York 2008.

[2] W polskiej literaturze opis tej teorii znajduje się w W. Nawrot: *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*. CeDeWu.pl, Warszawa 2009, s. 15–17.

[3] H.P. Minsky: *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*. M.E. Sharpe, Inc., New York 1984.

poglądów J.M. Keynesa[4]. Pierwszy element zaczerpnięty dotyczy rozumienia czasu. Wszelkie decyzje gospodarcze, dotyczące przyszłości obarczone są niepewnością. Drugi element dotyczy analizowania gospodarki pieniężnej z wyrafinowanymi instytucjami finansowymi, wywierającymi wpływ na funkcjonowanie realnej gospodarki. Trzecim elementem jest koncepcja pieniądza. Pieniądz pojmowany jest jako rodzaj obligacji, służących do finansowania pozycji w aktywach finansowych. Pieniądz jest zatem zasłoną (*veil of money*) maskującą relację miedzy ostatecznym właścicielem majątku, a użytkownikiem aktywów kapitałowych.

Weryfikacją (*validation*) dzisiejszej decyzji o zaciągnięciu długu na sfinansowanie inwestycji obarczonej zawsze niepewnością będzie ukształtowanie się zrealizowanych zysków na poziomie, umożliwiającym spłatę rat kapitałowych i odsetek. Pojawia się w związku z tym problem, co określa wielkość zysków zrealizowanych w przyszłości.

H. Minsky rozwiązuje ten problem nawiązując do znanego twierdzenia Kaleckiego, że robotnicy konsumują tyle, ile zarabiają, a kapitaliści zarabiają tyle, ile wydają[5]. W interpretacji H. Minsky'ego w najbardziej abstrakcyjnym modelu kapitaliści jedynie inwestują[6]. Zyski nie tylko są równe inwestycjom, lecz także wielkość zysków jest określona przez wielkość inwestycji w danym okresie. Na tej podstawie hipotezę niestabilności finansowej można uznać za finansową teorię inwestowania. Pojawia się w związku z tym kolejne pytanie, czy w gospodarce pieniężnej inwestycje mogą fluktuować w sposób prowadzący do powstawania w przyszłości zysków niższych, niż są przewidywane w momencie podejmowania decyzji inwestycyjnych, czyli do powstania sytuacji, w której nie zostanie potwierdzona słuszność bieżących decyzji inwestycyjnych i co określa te fluktuacje.

Mechanizm kształtowania się zależności między długiem, a dochodem jest analizowany w momencie pomyślnej koniunktury[7]. W poprzedzającym, niezbyt pomyślnym okresie ukształtowała się struktura zobowiązań, uwzględniająca marżę bezpieczeństwa pozwalająca mimo niesprzyjających warunków wywiązywać się z obsługi długu. W okresie pomyślnej koniunktury okazuje się, że przyjmowana poprzednio marża bezpieczeństwa jest zbyt duża.

H. Minsky uważa, że w gospodarce dochodzi wówczas do wspólnego eksperymentowania instytucji finansowych i przedsiębiorstw w poszukiwaniu dopuszczalnej struktury finansowania[8]. W kontraktach zawieranych przez przedsiębiorstwa z instytucjami finansowymi rośnie wielkość akceptowanego udziału długu, co wywołuje następujące skutki: „Wzrost udziału długu w finansowaniu podnosi cenę aktywów kapitałowych i zwiększa

---

[4] H.P. Minsky: *The Financial Instability Hypotesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to „Standard" Theory.* W: H.P. Minsky: *Can "It" Happen Again?...*, s. 59–70.

[5] M. Kalecki: *Dzieła, tom 2, Kapitalizm. Dynamika gospodarcza*. PWE, Warszawa 1980, s. 149–150, 526.

[6] H.P. Minsky: *Finance and Profit: The Changing Nature of American Business Cycles.* W: H. Minsky: *Can "It" Happen Again?...*, s. 35–36.

[7] H.P. Minsky: *The Financial Instability Hypotesis...*, s. 65.

[8] *Ibidem*, s. 67.

inwestycje. Kontynuacja tej tendencji doprowadza do przekształcenia gospodarki w gospodarkę boomu"[9].

Fundamentalna niestabilność gospodarki kapitalistycznej jest spowodowana jej cechami dynamicznymi. Przekształcanie się okresu pomyślnej koniunktury w spekulacyjny boom inwestycyjny kończący się kryzysem byłoby niemożliwe bez endogenicznie rosnącej ilości pieniądza, który odgrywa aktywną rolę w gospodarce. Wzrost ten zapewniają innowacje finansowe oraz rozszerzony udział dotychczasowych instrumentów[10].

W strukturze finansowania swoje udziały mają jednostki o finansowaniu hedge, spekulacyjnym i Ponzi[11]. Jednostki o finansowaniu hedge charakteryzuje nadwyżka strumieni pieniężnych nad umownymi płatnościami wynikającymi z niespłaconych długów w każdym okresie w przyszłości[12]. Jednostki o finansowaniu spekulacyjnym charakteryzują się z jednej strony wyższymi strumieniami pieniężnymi niż płatności z tytułu niespłaconych długów dla wszystkich okresów, objętych przewidywaniami łącznie, a z drugiej strony krótkoterminowymi płatnościami, wynikającymi z zobowiązań umownych przekraczającymi krótkoterminowe strumienie wpływające. Jednostki te regulują odsetki, lecz nie mają zdolności spłaty rat kapitałowych w krótkim okresie czasu. 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[13]. 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. Wypłacalność tych jednostek jest uzależniona w dużym stopniu od możliwości sprzedania w przyszłości niezbędnej ilości ich aktywów po odpowiednio wysokiej cenie. Są one bardziej podatne, niż jednostki o finansowaniu spekulacyjnym na przekształcenie dodatniej wartości bieżącej firmy w ujemną i tym samym utratę wypłacalności pod wpływem wzrostu stóp procentowych.

Zmiana struktury finansowania oznacza wzrost udziału jednostek o finansowaniu spekulacyjnym i Ponzi. Zwiększenie długo i krótkoterminowych stóp procentowych w sytuacji konieczności refinansowania ich długu prowadzi do większego spadku rynkowej wartości aktywów, niż zobowiązań. Przekształcanie się jednostek o finansowaniu hedge w jednostki o finansowaniu spekulacyjnym, oraz jednostek o finansowaniu spekulacyjnym w jednostki o finansowaniu Ponzi w wyniku wzrostu zobowiązań płatniczych w porównaniu z wpływami gotówkowymi doprowadza do gwałtownej zmiany akceptowanej struktury finansowania.

---

[9] *Ibidem*, s. 66.
[10] *Ibidem*.
[11] H. Minsky: *Finance and Profit...*, s. 22–23.
[12] Strumienie pieniężne są zdefiniowane jako zyski kapitałowe brutto, czyli EBIT pomniejszony o podatek dochodowy – zob. H. Minsky: *Finance and Profit...*, s. 22.
[13] Carlo Ponzi w 1920 r. stworzył w Stanach Zjednoczonych piramidę finansową.

Malejąca skłonność instytucji finansowych do finansowania długiem wywołuje zmniejszenie się inwestycji. Prowadzi to do spadku zysku zrealizowanego poniżej zysku zaplanowanego w momencie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Nie następuje pozytywna weryfikacja decyzji z przeszłości o finansowaniu inwestycji długiem. Wyzwala to rosnące naciski na obniżenie stopy zadłużenia, co może wywołać panikę, prowadzącą do wyprzedaży aktywów i gwałtownego spadku ich cen. H. Minsky w najważniejszym wniosku swojej teorii stwierdza, że; „…gospodarka kapitalistyczna endogenicznie generuje finansową strukturę, która jest podatna na finansowe kryzysy"[14].

Niestabilność gospodarki euforycznej[15]

Pod wpływem długotrwałego boomu inwestycyjnego w latach od 1963 do 1966 doszło do powstania i upowszechnienia się w ekonomii poglądu, że nastąpił koniec typowego cyklu koniunkturalnego. Fluktuacje gospodarcze będą dotyczyć tylko zmian dodatniej stopy wzrostu gospodarczego. Doktryna dostrajania (*fine tuning*) wysunęła twierdzenie, że nawet spadki dodatniej stopy wzrostu dochodu byłyby możliwe do uniknięcia.

Przedsiębiorcy pod wpływem sytuacji gospodarczej i dominujących poglądów ekonomicznych w swoich decyzjach inwestycyjnych zaczęli kierować się przekonaniem, że w przyszłości będzie występować stała ekspansja. H. Minsky gospodarkę cechującą się takimi zachowaniami inwestycyjnymi i takimi przewidywaniami nazwał gospodarką euforyczną.

Oczekiwania stałego wzrostu doprowadzają, po pierwsze do malejącej niepewności w przewidywaniach gospodarczych, po drugie, do uwzględniania stałej ekspansji przy określaniu przyszłych zysków brutto, będących podstawą obliczania wartości bieżącej przedsiębiorstwa i po trzecie do wzrostu wartości bieżącej przedsiębiorstw i ich aktywów kapitałowych. Wzrost spodziewanych stóp zwrotu z kapitału wywołuje jego brak w skali całej gospodarki, co z kolei doprowadza do wzrostu popytu na zewnętrzne źródła finansowania.

W ekonomii euforycznej występuje szereg tendencji destabilizujących. Po pierwsze, wzrost spodziewanych stóp zwrotu z kapitału wywołuje jego brak w skali całej gospodarki, co z kolei doprowadza do wzrostu popytu na zewnętrzne źródła finansowania. Po drugie, następuje znaczący wzrost wartości istniejącego kapitału. Wzrost wartości firmy w wyniku wzrostu wartości przewidywanych strumieni pieniężnych zwiększa gotowość do płacenia wyższej ceny za dodatkowo nabywane aktywa kapitałowe. Po trzecie, w euforii instytucje finansowe akceptują strukturę zobowiązań swoją i pożyczkobiorców, którą dotychczas odrzucały, uwzględniając wyższe ryzyko i niepewność. W rezultacie dochodzi do wzrostu pieniężnych stóp procentowych, wywołanego zwiększającym się popytem inwestycyjnym,

---

[14] H.P. Minsky: *The Financial Instability Hypotesis...*, s. 68.

[15] H.P. Minsky: *The Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster*. W: H.P. Minsky, *Can "It" Happen Again?...*, s. 117–161.

który cechuje się niską elastycznością względem rynkowych stóp procentowych i warunków kredytowania. Stopy procentowe rosną również w rezultacie presji wywieranej na instytucje finansowe, wywołanej finansowaniem aktywów o długim okresie życia w sytuacji zobowiązań krótkoterminowych lub na żądanie. Pojawia się również konkurencja o posiadaczy tych depozytów za pomocą stóp procentowych, które rosną szybciej, niż inne stopy. Po czwarte, wykorzystywana jest przez instytucje finansowe możliwość finansowania inwestycji za pomocą transformacji portfela, polegającej na zastępowaniu bonów skarbowych przez aktywa mniej płynne, dla których stopa zwrotu zależy od funkcjonowania gospodarki realnej. Sposób finansowania ekspansji odrywający się od polityki monetarnej tworzy warunki dla inflacyjnej eksplozji. Po piąte, wzrost wartości aktywów prowadzi do wzrostu ceny akcji. Przyczynia się do tego również zwiększenie udziału kapitału obcego w finansowaniu, wywołujące wzrost stopy zwrotu z kapitału. Boom inwestycyjny pobudza boom na rynku akcji i vice versa.

Euforyczny okres ma jednak ograniczony czas życia. Wyższe stopy procentowe zwiększają koszt finansowania akcji i ograniczają zyski inwestorów. W rezultacie następuje zmniejszenie stopy wzrostu cen akcji, a następnie ich spadek. Doprowadza to łącznie z wystąpieniem lokalnych i sektorowych depresji, wywołanych wzrostem stóp procentowych do pojawienia się wątpliwości, czy rzeczywiście gospodarka weszła w okres stałej ekspansji. Dochodzi do weryfikacji programów inwestycyjnych i poziomu zabezpieczeń przez konfrontację struktury zobowiązań, powstałej w okresie euforii z niższymi, niż oczekiwano rzeczywistymi przychodami inwestorów. Następuje spadek inwestycji z ich poziomu euforycznego, wywołujący zwrotnie dodatkowy spadek zysków zrealizowanych. Powstają warunki do wystąpienia szoków finansowych oraz długiej depresji i stagnacji.

Moment Minsky'ego

Obecny kryzys finansowy oczywiście spowodował zwrócenie uwagi na teorię niestabilności finansowej. Wszedł do powszechnego użytku w prasie ekonomicznej i wśród ekonomistów termin *Minsky moment*. Pojawia się problem, czy jest to tylko inna nazwa na górny punkt zwrotny, czy termin wnoszący coś nowego do teorii ekonomii.

Termin ten można syntetycznie scharakteryzować za pomocą słów H. Minsky'ego: „Podczas gdy eksperymentowanie z rozszerzaniem struktury długów może być kontynuowane przez lata i jest procesem stopniowego testowania limitów rynku przewartościowanie struktury długu, gdy coś pójdzie źle, może być całkowicie nagłe"[16]. Moment Minsky'ego odnosi się zatem do gwałtownego zakończenia okresu prosperity: „Panika może się rozwinąć całkowicie nagle, gdy presja na obniżenie wskaźników zadłużenia wzrasta"[17].

Moment Minsky'ego ma związek z dojrzewaniem sytuacji w okresie boomu inwestycyjnego do jego zaistnienia. Mechanizmy tego dojrzewania zostały opisane powyżej.

---

[16] H. Minsky: *The Financial Instability Hypothesis...*, s. 67.
[17] H. Minsky: *Ibidem*.

W procesie cyklicznego rozwoju gospodarki kapitalistycznej nadejście momentu Minsky'ego jest nieuchronne. Natomiast nieznany i najczęściej niespodziewany jest moment jego wystąpienia, bowiem wyzwalają go zaskakujące, negatywne zdarzenia gospodarcze. W przypadku ostatniego boomu zwraca się uwagę na to, że: „Początek paniki jest zwykle zapowiadany przez dramatyczny efekt: w czerwcu dwa należące do Bear Stearns fundusze hedgingowe które zainwestowały znacząco w obligacje bazujące na kredytach hipotecznych upadły"[18]. W rezultacie, jak podaje John Cassidy, dochodzi do spadku cen domów o 10% w skali rocznej, co oznacza że amerykańskie gospodarstwa domowe tracą rocznie majątek o wartości dwóch bilionów dolarów. Wystąpienie momentu Minsky'ego oznacza zatem gwałtowny spadek cen aktywów, wywindowanych w górę w okresie boomu inwestycyjnego. Załamanie kreacji kredytu jest również naturalnym i nieuchronnym elementem, charakteryzującym moment Minsky'ego. Wskazuje na to C.J. Whalen mówiąc, że „…krach kredytowy (*credit crunch*) w Stanach Zjednoczonych w 2007 roku może być trafnie opisany jako moment Minsky'ego"[19]. C.W. Calomiris opisując moment Minsky'ego wprowadza pojecie finansowego akceleratora: „Gdy ceny aktywów załamują się, negatywny efekt spadku majątku na zagregowany popyt jest wzmacniany przez „akcelerator finansowy": to jest załamujący się kredyt potęguje spadek zagregowanego popytu"[20].

Można stwierdzić, że ze względu na specyfikę współczesnych kryzysów, wywołanych funkcjonowaniem rynków finansowych nazwanie górnego punktu zwrotnego cyklu momentem Minsky'ego jest uzasadnione.

Krytyka teorii niestabilności finansowej

C.P. Kindleberger i R.Z. Aliber prezentują omówienie listy zarzutów krytycznych pod adresem teorii niestabilności finansowej[21]. Pierwszy rodzaj krytyki polega na wskazaniu, że każdy kryzys jest unikalny i w związku z tym ogólny model nie może go wyjaśnić. Drugi rodzaj polega na argumentowaniu, że ten typ modelu nie jest ważny z powodu zmian w środowisku biznesowym i ekonomicznym. Trzeci rodzaj krytyki wskazuje na to, że bańki cen aktywów są wysoce nieprawdopodobne, ponieważ „wszystkie informacje są zawarte w cenach".

Przebieg obecnego kryzysu jest podstawą do odrzucenia krytyki, że unikalność każdego kryzysu wyklucza możliwość jego wyjaśnienia za pomocą ogólnego modelu oraz że zmiany instytucjonalne, polegające na wzroście korporacji, wyłonieniu się wielkich związ-

---

[18] J. Cassidy: *The Minsky Moment*. February 4, 2008, http://www.newyorker.com/talk/comment/2008/02/04/080204taco_talk_cassidy.

[19] C.J. Whalen: *The U.S. Credit Crunch of 2007. A Minsky Moment*. The Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief, 2007, nr 92, s. 8.

[20] C.W. Calomiris: *Not (yet) a 'Minsky moment'*. W: *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*. A VoxEU.org Publication, Centre for Economic Policy Research, London, June 2008, s. 77.

[21] C.P. Kindleberger, R.Z. Aliber: *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*. John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey 2005, s. 33–35.

ków zawodowych i wielkiego rządu (*big government*), nowoczesnej bankowości i szybszej komunikacji wspierają gospodarkę i podważają model H. Minsky'ego.

Argument, że ceny odzwierciedlają fundamenty gospodarcze i bańki cen aktywów nie mogą występować upada pod wpływem kształtowania się w okresie poprzedzającym współczesny kryzys cen na rynku nieruchomości w wielu krajach oraz cen ropy naftowej po rozpoczęciu kryzysu. Krytyka A. Hansena, że model H. Minsky'ego wyjaśnia funkcjonowanie XIX-wiecznego kapitalizmu, a współcześnie zasadnicze znaczenie ma relacja miedzy inwestycjami a oszczędnościami, nie może zostać zaakceptowana. Takie podejście mieści się w nurcie wiodącym ekonomii, który abstrahuje od wpływu pieniądza i funkcjonowania rynków finansowych na gospodarkę realną, lub neguje istnienie takiego wpływu. Można również zauważyć, że keynesowski model cyklu koniunkturalnego nie wyklucza możliwości uwzględnienia wpływu na przebieg cyklu funkcjonowania rynku finansowego.

Autor uważa, że można zgłosić wątpliwości, dotyczące rdzenia teorii niestabilności finansowej, którym jest zmiana struktury zobowiązań, polegająca na wzroście udziału jednostek o finansowaniu spekulacyjnym i Ponzi. Nie jest w pełni wyjaśnione, dlaczego kredytodawcy nie tylko kredytują, lecz również zwiększają kredytowanie jednostek o finansowaniu spekulacyjnym i Ponzi. Przecież takie zachowania powodują cykliczne występowanie wielkich strat w instytucjach finansowych. Mogłoby się wydawać, że bankowcy zachowują się nieracjonalnie, a nie jest przyjęte w ekonomii, żeby na takiej przesłance budować teorię.

Aby oddalić tego rodzaju zarzut można wskazać, że H. Minsky odwołuje się do celu instytucji finansowych, polegającego na maksymalizacji zysku. Czy jednak ogólnie pojęty motyw maksymalizacji zysku może być wystarczającą przesłanką dla wyjaśniania powtarzających się cyklicznie zachowań, które prowadzą do wielkich strat?

Podsumowanie

H. Minsky określa hipotezę niestabilności finansowej, jako: „…teorię wpływu długu na zachowanie systemu, która również uwzględnia sposób, w jaki dług jest weryfikowany"[22]. Odrzuca zatem koncepcję egzogenicznych szoków, które wywołują cykl koniunkturalny. Przedstawia własną teorię inwestycji i teorię finansowego cyklu inwestycyjnego.

Fundamentalna niestabilność gospodarki kapitalistycznej jest spowodowana jej cechami dynamicznymi. Generuje ona endogenicznie finansową strukturę, która jest podatna na finansowe kryzysy. Jej ukształtowanie następuje w okresie pomyślnej koniunktury w wyniku wspólnego eksperymentowania instytucji finansowych i przedsiębiorstw w poszukiwaniu dopuszczalnej struktury finansowania.

Szczególne znaczenie dla wyjaśniania współczesnego kryzysu ma analiza funkcjonowania gospodarki euforycznej, przedstawiona przez H. Minsky'ego. Decyzje o podejmowa-

[22] H.P. Minsky: *The Financial Instability Hypothesis.* Working Paper No. 74, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, May 1992, s. 6, http://www.levy.org/pubs/wp74.pdf.

niu inwestycji oraz finansowaniu ich za pomocą długu są podejmowane na podstawie przekonania, że w przyszłości zapewniona jest stała ekspansja. W takiej gospodarce występuje szereg destabilizujących efektów, m.in. szybki wzrost inwestycji, wzrost cen aktywów kapitałowych, akceptacja przez instytucje finansowe własnej struktury zobowiązań i pożyczkobiorców, którą w innych warunkach odrzucały czy zwiększenie stóp procentowych. Koniec okresu euforycznego może mieć gwałtowny charakter, przyjmujący postać paniki i szoków finansowych, a także w jego następstwie może dojść do długotrwałej depresji i stagnacji.

HYMAN MINSKY'S FINANCIAL INSTABILITY THEORY

Summary

H. Minsky's financial instability theory is based on taking essential features of modern capitalism with its sophisticated financial system and money actively influencing the real economy into account. The key determinant of capitalist economy instability is financial system functioning. The most important conclusion of H. Minsky's theory stated that: "…a capitalist economy endogenously generates a financial structure which is susceptible to financial crises..."[23] It is created in good times as a result of financial institutions and economic units common experimenting in looking for the limits of the financial structure.

Active role of money in economy is stressed. Transformation of good times into speculative investment boom would be impossible without an endogenous quantity of money increase. An important part of this increase is created by financial innovations.

Minskyan financial instability hypothesis concentrates on the impact of debt and a way of its validation on economy. It is the example of the creative use of micro and macroeconomic analysis. H. Minsky demonstrates a collision between current microeconomic investment decisions made by firms and banks and macroeconomic validation of these decisions in the future. Financial system functioning leads to an aggregate investment decrease in the future below the level which is necessary to determine realized profits equal to planned microeconomic profits. Expectations of future profits as a basis of the current investment decisions are not validated. Consequently, speculative and Ponzi financing units become unable to fulfill all of their contractual payment obligations. Conditions for crisis are generated and essential element of it will be a credit crunch.

[23] H.P. Minsky: *The Financial Instability Hypotesi...*, s. 68.