

М. СКОУЗЕН

КТО ПРЕДСКАЗАЛ КРАХ 1929 ГОДА?*

Предсказание — это лакмусовая
бумажка для любого объяснения
событий и связи между ними.

Харвуд¹

Не только простое любопытство заставляет нас выяснять, кто сумел, а кто не сумел предсказать крах фондового рынка 1929 г. и последующую депрессию. Данный факт может многое сказать о силе и слабости экономических теорий, описывающих, как устроен мир. Подобное исследование помогло бы также сориентироваться среди множества модных финансовых теорий. Способность предсказать событие или новую тенденцию является решающим испытанием для любой гипотезы. Как утверждает Милтон Фридмен, «о теории следует судить по ее предсказательной силе... единственным конкретным тестом, позволяющим судить об обоснованности гипотезы, может быть сравнение ее предсказаний с реальностью»².

Изучая мнения экономистов, банкиров, брокеров, финансовых консультантов и политиков 1920-х годов, я пришел к выводу, что школы основного течения ортодоксальной экономической теории почти всюду ошибочно оценивали

* Впервые опубликовано в: *Skousen M. Who Predicted the 1929 Crash? // The Meaning of Ludwig von Mises: Contributions in Economics, Sociology, Epistemology, and Political Philosophy. Edited by Jeffrey M. Herbener. Kluwer Academic Publisher, 1993. P. 247—283.* Перевод с англ. А. В. Куряева. На русском языке впервые опубликовано в: *Бум, крах и будущее: Анализ австрийской школы. Челябинск: Социум, 2002. С. 172—215.*

¹ *Harwood E. C. Cause and Control of the Business Cycle. Great Barrington, Mass.: American Institute of Economic Research, 1957. P. 63.*

² *Friedman M. "The Methodology of Positive Economics" // Essay in Positive Economics. Chicago: University of Chicago Press, 1953. P. 8—9.*

финансовые события, произошедшие в конце 1929 г., и последовавшую за ними экономическую катастрофу. Лишь горстка экономистов и финансовых обозревателей — ко многим из них истеблишмент относился, как к неортодоксальным чудакам — предсказывала мощные дефляционные воздействия, потрясшие основы экономического и политического мироустройства³.

Значение кризиса

Вне всяких сомнений, крах фондового рынка в октябре 1929 г. был монументальным событием. Хотя в то время большинство политиков, ученых-экономистов и экспертов с Уолл-стрит считало обвал фондовых рынков

³ Любопытно, что не так давно три эконометриста из Гарвардского и Йельского университетов сделали попытку снять со своих предшественников тяжкий грех того, что они не предсказали Великую депрессию. Они заявили, что крах и депрессия были «непредсказуемыми». (См.: *Dominguez K. M., Fair R. C., Shapiro M. D. "Forecasting the Depression: Harvard versus Yale" // American Economic Review. September 1988.*) Домингез с соавторами выяснили, что не только *Harvard Economic Service* и Ирвинг Фишер из Йельского университета не смогли предвидеть крах и депрессию, но и их собственные современные эконометрические модели также не могут предсказать события 1929—1933 гг. «Полученные нами результаты показывают, что людей, готовивших прогнозы в Гарвардском и Йельском университетах, нельзя винить за то, что после Краха они оставались оптимистами. Их сохранившийся оптимизм согласуется со сделанным нами на основе метода временных рядов выводом, что Великая депрессия была непредсказуемой» (р. 605). Однако правильным выводом из статьи Домингез будет не то, что депрессия была непредсказуемой, а то, что экономический истеблишмент использует неправильные модели! Гарвардский и Йельский университеты не «сыграли вничью» в соревновании прогнозов, как заявляют их апологеты; они оба проиграли. Короче говоря, их методология прогнозирования депрессий была и остается в корне порочной. Это трагедия, что ортодоксальные экономисты не нашли надежной теории депрессий и что изощренные модели, основанные на временных рядах, неспособны превзойти результаты *Harvard Economic Service* и Ирвинга Фишера. Нет нужды что-то говорить об ошибочной модели, демонстрирующей оптимизм перед лицом самого ужасного экономического катаклизма современности.

изолированным событием, сегодня большинство историков убеждено, что это событие стало главной поворотной точкой, после которой началось падение мировой экономики в бездонную пропасть. Гэлбрейт пишет: «День Великого краха фондового рынка и спустя пятьдесят лет хранится в социальной памяти. И тому есть причины. С того дня жизнь миллионов людей уже стала иной»⁴. Дональд Хоппе, пишущий на темы инвестиций, соглашается: «Крах фондового рынка в октябре 1929 г. является одной из тех драматических вех, таких, как убийство Юлия Цезаря, высадка на берег Колумба или битва при Ватерлоо, которыми историки отмечают поворотные пункты истории человечества»⁵.

Ирвинг Фишер и адвокаты «новой эры»

Вначале давайте рассмотрим оптимистические взгляды исторических фигур, которые столь потрясюще ошиблись относительно краха 1929 г. и последовавшего за ним экономического кризиса. Самый известный американский экономист профессор Йельского университета Ирвинг Фишер принадлежит к этой категории. Фишер имел репутацию выдающегося специалиста по денежной теории и являлся сторонником «количественной теории денег». Некоторые и сегодня провозглашают его одним из лучших американских экономистов⁶. Исходя из собственных теоретических произведений того времени *The Nature of Capital and Income* и *The Purchasing*

⁴ Galbraith J. K. *The Great Crash, 1929*. Boston: Houghton Mifflin, 1954/1979. P. xi; new edition.

⁵ Hoppe D. J. *How to Invest in Gold Stocks and Avoid the Pitfalls*. New Rochelle, N. Y.: Arlington House, 1972. P. 99. Другой финансовый специалист Джеймс Дайнс утверждает, что фондовый рынок «дисконтирует» будущее, поэтому, когда люди говорят о «1929 годе», они имеют в виду не столько случившийся в этом году крах рынка, сколько Великую депрессию, которую барометр фондового рынка предсказывал на 1932 год» (*Dines J. The Invisible Crash*. New York: Random House, 1975. P. 23).

⁶ Марк Блауг называет Фишера «одним из величайших, если не самым великим, и, безусловно, самым ярким американским экономистом» (*Who's Who in Economics*. Mark Blaug, ed. 2nd ed. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1986. P. 273).

Power of Money, Фишер был твердо убежден в долгосрочной нейтральности денег, означающей, что увеличение денежной массы приведет к пропорциональному повышению цен, не вызвав никаких долгосрочных отрицательных эффектов. Упоминая иногда «несоответствия» [maladjustments] и «переинвестирование», которые могут возникнуть в отдельных областях производства, Фишер рассматривал их как точки краткосрочного неравновесия, причиной которых являются преимущественно институциональные факторы (контракты, традиции, законодательные ограничения и т.д.), которые в конце концов сами собой рассосутся⁷.

На протяжении всех 1920-х годов очевидна трагическая неспособность Фишера распознать надвигающуюся угрозу, неудивительная, впрочем, если учитывать, что он постоянно подчеркивал долгосрочную денежную стабильность. Он был главным адвокатом «новой эры» и оптимизма «ревущих двадцатых», одним из жизнерадостных апостолов нового дивного мира. В середине 1920-х годов он высказал предположение, что «так называемый деловой цикл» больше не имеет основы в экономической системе⁸. Он одобрял инфляционное расширение кредита Федеральным резервом в 1920-х годах до тех пор, пока цены остаются относительно стабильными, и глубоко верил в Федеральный резерв, ожидая, что он сможет стабилизировать экономику, если возникнет кризис.

Главной денежной целью Фишера была ценовая стабилизация. Он стал ведущим адвокатом движения за «стабильные

⁷ Fisher I. *The Nature of Capital and Income*. Augustus M. Kelley, 1906/1912/1965; *The Purchasing Power of Money*. 2th ed. New York: Augustus M. Kelley, 1911/1916/1922/1963. Pp. 184—185 и повсюду. Возможно, к подходу Фишера к денежным явлениям с точки зрения долгосрочного равновесия уместно применить замечание лорда Кейнса: «Экономисты ставят перед собой слишком легкую, слишком бессмысленную задачу, если в периоды бурь они только и могут сказать нам, что когда шторм закончится, океан снова будет спокоен» (Keynes J. M. *A Tract on Monetary Reform*. London: Macmillan, 1923. P. 80).

⁸ Fisher I. “Our Unstable Dollar and the So-called Business Cycle”// *Journal of American Statistical Association*. June 20. 1925. Pp. 179—202.

деньги», организовав в мае 1931 г. Лигу за стабильные деньги, позже преобразованную в Ассоциацию стабильных денег. Другими заметными членами ассоциации стабилизации были экономисты Элвин Хансен, Артур Пигу, Ральф Хоутри, Кнут Виксель, Густав Кассель и Джон Мейнард Кейнс⁹.

Идея состояла не в том, чтобы стабилизировать рост денежной массы, а в том, чтобы стабилизировать цены, в частности оптовые и розничные. Согласно Фишеру и другим сторонниками стабилизации цен, если розничные цены остаются стабильными, то все в порядке. Но если цены начинают снижаться, угрожая дефляцией, то Федеральный резерв должен вмешаться и расширить кредит. Фактически на протяжении 1920-х годов оптовые и розничные цены в США оставались удивительно стабильными и даже немного снизились. Поэтому монетаристы считали, что все обстоит прекрасно. Видимая ценовая стабильность притупила их бдительность. Они не увидели отрицательных последствий экспансионистской политики Федерального резерва во второй половине 1920-х годов и отмахнулись от таких предвестников экономической беды, как бум на рынке недвижимости во Флориде и эйфория фондового рынка¹⁰.

⁹ Краткий рассказ о движении за ценовую стабилизацию можно найти в: *Rothbard M. N. America's Great Depression. 4th ed. New York: Richardson & Synder, 1963/1983. Pp. 153—164 [Ротбард М. Великая депрессия в Америке. М.: ИРИСЭН, 2012. С. 261—276].*

¹⁰ Милтон Фридмен, самый известный сегодня монетарист, отрицает, что Федеральный резерв был двигателем инфляции в 1920-х годах или что 1920-е годы вообще были инфляционными. «К 1923 г. оптовые цены восстановили только $\frac{1}{6}$ часть их падения в 1920—1921 годах. После этого и до 1929 г. они падали в среднем на 1% в год... Денежная масса также не увеличивалась, и даже немного снижалась на протяжении большей части периода подъема...» Его вывод: «Двадцатые годы никак не были инфляционными, скорее наоборот. И Резервная система, ни в коем случае не являясь двигателем инфляции, вероятно, препятствовала росту денежной массы точно так же, как это делали бы перемещение золота, если бы им позволили полностью реализовать свое влияние» (*Friedman M., Schwartz A. J. A Monetary History of United States 1867—1960. Princeton: Princeton University Press. 1963. P. 298 [см.: Фридман М., Шварц А. Монетарная история Соединенных Штатов, 1867—1960. Киев: Ваклер, 2007.]*). Фридмен называет 1920-е годы периодом «наивысшего

подъема» Федерального резерва и проводит резкое различие между общей экономикой и фондовым рынком и «мыльным пузырем» на рынке недвижимости (р. 291—292). Он никак не объясняет стремительный обвал фондового рынка. В центре его внимания — резкое сокращение денежной массы между 1929 и 1933 г. См.: *ibid.*, р. 299—300.

Однако Анна Шварц в отдельной статье предполагает возможное наличие связи между рестриктивной денежной политикой, начавшейся в конце 1928 г., и крахом фондового рынка. Но она все же настаивает, что Фишер был прав, считая, что в 1929 г. ценные бумаги в целом не были переоценены. «Если бы сохранялся высокий уровень занятости и продолжался экономический рост, то цены фондового рынка можно было бы удержать» (*Schwartz A. "Understanding 1929—1933" // Money in Historical Perspective. Chicago: University of Chicago Press, 1987. P. 130.* Впервые опубликована в: *The Great Depression Revisited. Karl Brunner, ed. Boston: Martinus Nijhoff, 1981. P. 5—48.*

В поддержку своего тезиса Шварц цитирует статью профессора экономической теории Городского университета Нью-Йорка Джералда Серкина. Основываясь на с виду разумном для большинства акций отношении цены акции к чистой прибыли компании в расчете на одну акцию в 1929 г., Серкин делает вывод, что в целом биржевые цены в 1929 г. «едва ли рисуют картину "спекулятивной оргии"» (*Sirkin G. "The Stock Market of 1929 Revisited: A Note" // Business History Review 49 no. 2 (Summer 1975). P. 223—231.* Это классический пример изменения ученого сознания вследствие изоляции в башне из слоновой кости.

Любому опытному фондовому аналитику известно, что отношение цены акции к чистой прибыли компании в расчете на одну акцию может быть весьма обманчивым индикатором спекулятивной деятельности. Дело в том, что по самой своей природе это отношение существенно недооценивает степень спекуляций на фондовом рынке, поскольку и цены, и прибыль во время бума имеют тенденцию к росту. Действительно, рост отношения P/E на рынке «быков» происходил в результате ожидаемый роста прибылей. Но по разным причинам более высокие будущие прибыли оказались иллюзорными. Серкин не понимает, например, что с 1926 по 1929 г. промышленное производство выросло всего на 8,1%, товарные цены упали на 4,7%, а цены обыкновенных акций выросли на 93%! (См.: *Boulton S. "Inflation and the Stock Market" // Willis H. P., Chapman J. M. The Economics of Inflation. New York: Columbia University Press, 1935. P. 311.*) Согласно *Standard Statistics Common Stock Average*, с 1924 по 1929 г. стоимость сильно диверсифицированного портфеля американских акций более чем утроилась. Как Серкин может считать такой рост цен акций «неспекулятивным», находится выше моего понимания. Когда цены акций долгое время растут быстрее, чем объем промышленного производства, «коррекция» фондового рынка неизбежна. Ясно, что политика легкого кредита, проводимая Федеральным резервом в 1920-е

Во второй половине 1920-х годов Фишер стал главным жрецом бума на фондовом рынке. Его излишний оптимизм носил как личный, так и идеологический характер — кроме того что он был профессором, он был также бизнесменом-миллионером и крупным инвестором на Уолл-стрит.

Фишер считал бум на фондовом рынке отражением «новой эры» постоянного процветания в Америке. Он отрицал какую бы то ни было «спекулятивную оргию», несмотря на то, что Промышленный индекс Доу—Джонса со 103 пунктов в 1922 г. добрался до 381 пункта 3 сентября 1929 г. (абсолютный максимум за все время существования этого индекса), более чем утроившись за семь лет (рис. 1). Когда 5 сентября 1929 г. менее влиятельный финансовый консультант Роджер Бэбсон предупредил инвесторов о приближающемся крахе, Фишер опроверг Бэбсона, сказав: «Падение цен акций возможно, но ничто, что походило бы на крах, [нам не грозит]»¹¹.

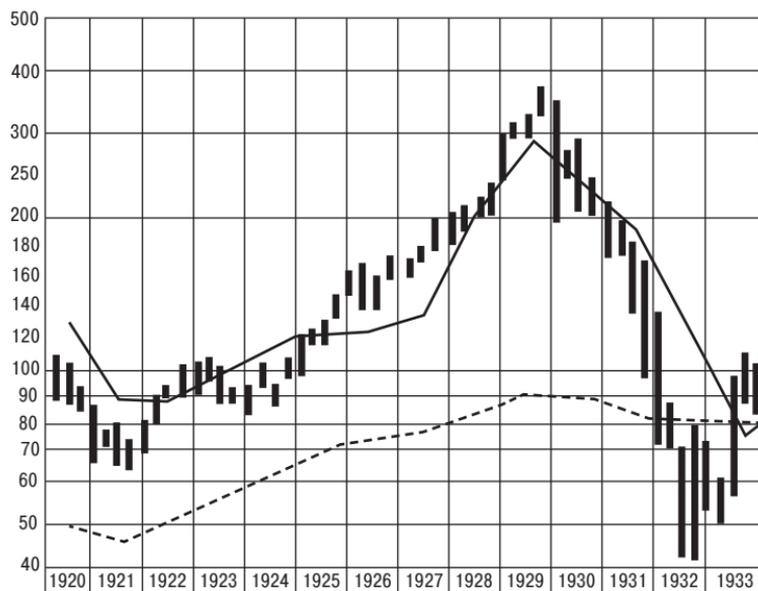
В течение почти двух месяцев казалось, что Фишер прав. Хотя рынок не штурмовал новых высот, но и резкого падения не было. 15 октября, менее чем за две недели до краха, Фишер возвестил: «Я ожидаю, что через несколько недель уровень цен на бирже будет значительно выше, чем сегодня»¹². На следующий день он сделал предсказание, которое стало бессмертным: «Биржевые цены достигли уровня, который похож на постоянно высокое плато»¹³. В понедельник

годы, прежде всего питала акции, недвижимость и другие рынки капитальных благ, нежели другие области экономики, создавая дисбаланс, который вряд ли отражался в отношении цены акции к чистой прибыли в расчете на одну акцию. Таким образом «спекулятивная оргия» является подходящим описанием фондового рынка 1929 г.

¹¹ New York Herald Tribune, 6 September 1929. О столкновении Бэбсона и Фишера см.: *Patterson R. T. The Great Boom and Panic, 1921—1929*. Chicago: Henry Regner, 1965. P. 89—90. Через несколько недель, 16 октября 1929 г. Фишер сказал: «Я не ожидал, что резкое падение на 50 или 60 пунктов ниже нынешнего уровня произойдет скоро, если вообще произойдет, как предсказывал мистер Бэбсон».

¹² *Thomas G., Morgan-Witts M. The Day the Bubble Burst*. New York: Penguin Books, 1979. P. 324.

¹³ *Angly E., compiler. Oh, Yeah?* New York: Viking Press, 1931. P. 38. New York Times. 16 October 1929.



Источник: Value Line Investment Survey, Quarterly price range

Рис. 1. Промышленный индекс Доу–Джонса, 1920–1933 гг.

21 октября 1929 г. он предположил, что «даже при сегодняшнем высоком уровне биржевых цен цены акций еще не достигли своей реальной ценности».

Любое падение биржевых цен «может исходить только от безумцев, пытающихся спекулировать на заемные средства (on margin)...»¹⁴. Наконец, 22 октября, за два дня до «черного вторника», Фишер заявил: «По-моему, появляющиеся предсказания о резком изменении курсов ценных бумаг, которое затронет общий уровень цен, не имеет под собой оснований»¹⁵.

Но Фишер продолжал упорствовать и после неожиданно обвала биржевых цен в конце октября, и в декабре. К середине декабря он написал новую книгу *The Stock Market Crash — And After*, представлявшую собой самоуверенную

¹⁴ Thomas G., Morgan-Witts M. *The Day the Bubble Burst*. P. 343.

¹⁵ Patterson R. T. *The Great Boom and Panic*. P. 29.

попытку восстановить оптимизм нации. Он объяснял: «Я высказал свое мнение в сентябре, еще до паники, что рынок достиг высшей точки, что впоследствии подтвердилось. Я также сказал, что падение не будет представлять собой серьезный крах, в чем я ошибся. Я также предсказал, что новое плато биржевых цен переживет любое падение. Это оказалось верным»¹⁶.

К сожалению, Фишер вновь оказался не прав. Несмотря на его веру в то, что программа Гувера сможет удержать курс акций, Промышленный индекс Доу—Джонса упал еще на 200 пунктов, прежде чем в 1932 г. достиг дна в районе 40 пунктов! Затянувшийся крах на Уолл-стрит практически уничтожил его собственный портфель ценных бумаг. В начале 1930-х годов в качестве мер борьбы с депрессией профессор Фишер предлагал рефляцию (восстановление уровня цен), девальвацию, отказ от золотого стандарта. Приветствуя в 1933 г. решение Франклина Делано Рузвельта действовать, он полагал, что дно уже достигнуто и ему все-таки удастся избежать банкротства¹⁷.

Понятно, что денежная идеология и теория ценовой стабилизации Фишера в критический период мирового экономического кризиса доказали свою фатальную порочность. Его макроэкономическая картина скрывала основные финансовые факты, что должно поставить под вопрос здоровье всей экономической системы. Например, неужели его не тревожил тот факт, что ставка процента по онкольным ссудам (the call rate on call margin) в 1929 г. достигла 15—20%, а учетная ставка оставалась равной 6%? Для любого закаленного спекулянта такая разница должна греметь набатным колоколом. Несомненно, он должен был чувствовать опасность. Однако, подобно многим финансовым консультантам, ослепленным своей любимой теорией, он не смог увидеть того, что сейчас кажется очевидным. Монетаристы,

¹⁶ *Fisher I. The Stock Market Crash — And After. New York: Macmillan, 1930.* Его введение датировано 15 декабря 1929 г.

¹⁷ Обзор карьеры Фишера см.: *Fisher I. N. My Father Irving Fisher. New York: Comet Press. 1956.* Особенно п. 242—265.

к числу которых принадлежал Фишер, считающие показателем инфляции товарные цены, а не кредитную политику Федерального резерва, обречены постоянно испытывать разочарование в своей способности предсказывать будущие экономические события.

Митчелл и оптимизм «новой эры»

Фишер был не единственным ученым-экономистом, оказавшимся неспособным предсказать крах. Еще одним представителем сторонников тезиса о «новой эре» был Уэсли Митчелл, бесспорный авторитет в области делового цикла в 1920-е годы. Митчелл был не только профессором экономической теории в Колумбийском университете, но и директором Национального бюро экономических исследований в Нью-Йорке. Таким образом, он воплощал в себе дух сотрудничества ученых, деловых кругов и правительства. Он представлял собой классический пример экономиста со всеми его научными мандатами и объективным анализом, который *должен* был предвидеть надвигающийся кризис. Но не смог¹⁸. По иронии судьбы, всего за несколько месяцев до критического поворота событий в 1929 г., Митчелл написал статью для доклада Национального бюро, которую историк Уильям Стоунмен назвал «определяющим документом умеренной экономической теории „новой эры“»¹⁹. Статья Мит-

¹⁸ Возможно, причина того, что Митчелл не смог распознать приближающийся кризис, состояла в том, что он был эмпириком, а не теоретическим экономистом. Как утверждает Стоунмен, «первоначально находясь под влиянием Веблена, Митчелл вскоре перешел под знамена чисто эмпирического и количественного подхода к экономической теории» (*Stoneman W. E. A History of the Economic Analysis of the Great Depression in America. New York: Garland Publishing, 1979. P. 20*). Не имея теоретического фундамента, основываясь только на прошлых данных, практически невозможно сделать какие-либо выводы о будущем. Ср.: *Friedman M. "Wesley C. Mitchell as an Economic Theorist" // Journal of Political Economy, December 1950; Burns A.F., ed. Wesley Clair Mitchell, The Economic Scientist. New York: National Bureau of Economic Research, 1952. P. 237—252.*

¹⁹ *Stoneman W. E. A History of Economic Analysis. P. 20.*

челла представляла собой завершающий обзор экономики 1920-х годов, подготовленный для Президентской конференции по безработице во главе с Гербертом Гувером, состоявшей из видных деятелей в сфере финансов, науки, образования и профсоюзных лидеров. Тон исследованию задавал доклад комитета: «Ключом к пониманию экономического развития последних лет является ускорение, а не структурные изменения... Ситуация складывается благоприятно, энергия движения поразительна»²⁰.

Хотя сердце Митчелла находилось во власти эйфории «новой эры», он воздержался от заявлений о том, что деловой цикл остался в прошлом, заметив, что «не все так хорошо». Он предвидел, что «темп вскоре замедлится», а признаки процветания будут «стираться»²¹. Тем не менее, выразив некоторые опасения по поводу очагов экономической и ценовой слабости в экономике, он одобрительно оценил высокий уровень заработной платы и потребления в стране. Поскольку свидетельства «нездорового бума» незначительны, маловероятно, что случится какой-либо «резкий рецидив». Он заметил лишь слабые признаки чрезмерного строительства и чрезмерной спекуляции²².

Еще один голос в поддержку наступления «новой эры» в экономике США подало Гарвардское экономическое общество. Хотя их настроение было не особенно «бычьим», Гарвардское экономическое общество предсказало коррекцию на рынке, но «не деловую депрессию». После краха

²⁰ "Report of the Committee" // *Recent Economic Changes in the United States*. New York: McGraw-Hill, 1929. P. ix, xxii. Во введении Эдвин Гэй, профессор экономической истории из Гарвардского университета, заявляет: «Сила и стабильность нашей финансовой структуры, как государственной, так и коммерческой, связаны с современным ростом» (p. 11).

²¹ *Mitchell W. C. "A Review" // Recent Economic Changes in the United States*. New York: McGraw-Hill, 1929. P. 909—910.

²² *Ibid.* P. 890—894, 909—910. Еще одним экономистом, верившим в блестящие перспективы фондового рынка и экономики, был профессор Чарльз Дэйс, заявлявший в своей книге «Новые уровни фондового рынка», что цены акций всего лишь «регистрируют происходящие потрясающие изменения». См.: *Sobel R. Panic on Wall Street*. New York: Macmillan, 1968. P. 368.

Экономическое общество заявило: «Мы считаем, что, несмотря на серьезность, резкое падение цен на акции окажется промежуточной коррекцией, а не предвестником деловой депрессии, за которой последует длительный период дальнейшей ликвидации»²³.

Ошибки Кейнса

Еще один хорошо известный экономист также проморгал в 1929 г. внезапный обвал рынков и экономический кризис. Р. Дж. Хоутри, ведущий британский монетарист и исследователь циклов, в 1926 г. был убежден, что если кредит будет находиться под контролем, то от «торгового цикла» можно будет избавиться навсегда²⁴.

Британский экономист Джон Мейнард Кейнс разделял оптимизм Фишера по поводу экспансионистской политики Федерального резерва. Его внимание было поглощено недоуманием британской экономики, начавшимся за несколько лет до начала депрессии в США. Кейнс правильно предсказал катастрофические результаты возвращения Британии к золотому стандарту в 1925 г. по переоцененному обменному курсу фунта стерлингов. Но он не был столь же удачлив в прогнозах относительно экономики по ту сторону Атлантики. Он провозгласил управление долларом со стороны Федерального резерва в 1923—1928 гг. «триумфом» центрального банка²⁵. Гигантский рост биржевых цен на Уолл-стрит не

²³ Allen F. L. *Only Yesterday*. New York: Harper & Row, 1931. P. 323. Однако не все в Гарварде были столь беспечны. Есть свидетельства, что декан Уоллас Донхэм и профессор инвестиционной деятельности банков Клинтон Биддл в начале октября 1929 г. посоветовали студентам уйти с рынка. См.: *Shachtman T. The Day America Crashed*. New York: G. P. Putnam's, 1979. P. 98.

²⁴ *Hawtrey R. G. "The Trade Cycle" // Readings in Business Cycle Theory*. Philadelphia: American Economic Association, 1944. P. 333—349. Впервые опубликована в 1926 г. в *Dutch Journal*.

²⁵ Его коллега Д. Х. Робертсон соглашается в 1929 г., что «Федеральная резервная система США с 1922 г. добилась определенных успехов в реализации денежной политики, сознательно направленной на поддержание общего уровня цен на относительно стабильном уровне».

вызвал у него беспокойства. Более того, в 1927 г. он встречался со швейцарским банкиром Феликсом Зомари и выразил сильное желание купить акции. Когда Зомари проявил пессимизм по поводу будущих цен на ценные бумаги, Кейнс сделал предсказание: «В наше время крахов больше не будет»²⁶.

В конце 1928 г. Освальд Фолк, один из членов совета директоров *National Mutual Life Insurance Company*, председателем которого был Кейнс, испугавшись «опасной инфляции» в США, предложил, чтобы компания ликвидировала большую часть своего американского портфеля. Но Кейнс написал две статьи, в которых не соглашался с Фолком. Во второй статье, датированной 1 сентября 1928 г. и озаглавленной «Есть ли инфляция в США?», он, проанализировав данные о стоимости жизни и коммерческом кредите, пришел к заключению, что «пока не видно ничего, что можно было бы назвать инфляцией». Ссылаясь на цены на недвижимость и ценные бумаги в США, Кейнс добавляет: «Я сделал вывод, что сегодня преждевременно утверждать о переинвестировании... Поэтому мой прогноз должен заключаться в том, что резкого (т.е. ниже недавнего нижнего уровня) падения акций не произойдет, если только рынок не будет омрачен деловой депрессией». Но вероятность этого низка, так как Совет Федерального резерва «будет делать все, что в его силах, чтобы избежать деловой депрессии»²⁷. Однако, когда он в 1930 г. закончил написание «Трактата о деньгах», он признал, что был введен в заблуждение стабильными индексами цен в 1920-х годах и что в 1928 г. получила развитие «инфляция прибыли»²⁸.

не» (Robertson D. H. "The Trade Cycle" // Encyclopedia Britannica, 14th ed. 1929. P. 22:354).

²⁶ Рассказ о разговоре между Кейнсом и Зомари см.: Somary F. *The Raven of Zürich*. London: C. Hurst, 1960/1986. P. 146—147.

²⁷ Keynes J. M. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. V. 13. London: Macmillan, 1973. Pp. 52—59. См. также: Hensson C. H. *John Maynard Keynes*. New York: Macmillan, 1984. Pp. 238—239.

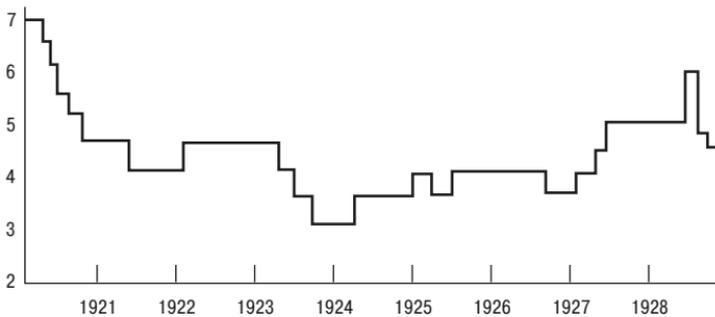
²⁸ Keynes J. M. *A Treatise on Money*. V. 2. New York: Harcourt, Brace and Co., 1930. P. 190, see pp. 190—198. В 1929 г. Кейнс потерял три четверти своего состояния. См.: Mugggeridge D. "Keynes as an Investor" // *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. V. 12. London: Macmillan, 1973.

Политическая ситуация в 1929 г.

В США администрации Кулиджа и Гувера также не смогли предвидеть беду. Когда Кулидж покидал свой пост в марте 1928 г., он продолжал излучать оптимизм «новой эры», называя американское процветание «абсолютно здоровым», а акции «дешевыми при текущих ценах»²⁹. В отличие от Кулиджа и секретаря казначейства Эндрю Меллона Герберт Гувер не испытывал особого энтузиазма по поводу политики дешевого кредита, проводимой Федеральным резервом, особенно из-за его стимулирующего влияния на фондовый рынок. Он выступал против Бенджамина Стронга, управляющего Федеральным резервным банком Нью-Йорка, который с 1924 г., посредством операций на открытом рынке поощрял низкие процентные ставки и легкий кредит в США в целях повышения внутренних цен и смягчения последствий завышения обменного курса британской валюты. Под руководством Стронга Резервный банк Нью-Йорка и Совет Федерального резерва постепенно снизили учетную ставку, т.е. ставку процента для банков — членов ФРС по займам у Центрального банка, с 6,5% в 1921 г. до 4% и ниже к августу 1927 г. (рис. 2). Только в конце 1928 г. Стронг все-таки с запозданием обеспокоился «ужасной спекуляцией», процветающей в США, но было уже поздно. Он умер и не смог изменить ход событий. К весне 1929 г. Совет Федерального резерва стала тревожить неустойчивость Уолл-стрит и выдача кредитов для покупки акций. Совет запретил банкам — членам ФРС выдавать кредиты для покупки акций и в конце концов повысил учетную ставку, а также прекратил чистые продажи государственных облигаций на открытом рынке. Последствия этой антиинфляционной политики стали ощущаться только к октябрю.

Несмотря на растущую озабоченность, публично Гувер продолжал делать широковещательные заявления о здоровье экономики. Спустя год в своих мемуарах Гувер написал, что его ввели в заблуждение члены Федерального резерва,

²⁹ Hoover H. *Memoirs of Herbert Hoover: The Great Depression, 1929—1941*. New York: Macmillan, 1952. P. 16.



Источник: Friedman F., Schwartz A. J. A Monetary History of the United States, 1867–1960 (Princeton: Princeton University Press, 1963), p. 304.

Рис. 2. Учетная ставка Федерального резервного банка Нью-Йорка, 1921–1929 гг.

говорившие ему: «Финансовой паники больше никогда не будет... Паника невозможна... немыслима»³⁰. Вскоре неистовствующий фондовый рынок получил название «бычий рынок Гувера». Гувер не сделал ничего, чтобы его охладить, по крайней мере публично. Министр финансов Меллон продолжал успокаивать страхи, что рынок растет слишком высоко и слишком быстро. «Нет никаких поводов для беспокойства. Рост благосостояния будет продолжаться», — сказал он в сентябре 1928 г.³¹

³⁰ Ibid., p. 7.

³¹ Galbraith J. K. The Great Crash, 1929. p. 15. (Гэлбрейт Дж. К. Великий крах 1929 г. Минск: Поппури, 2009. С. 33). Гэлбрейт оправдывает фальшивый энтузиазм правительственных заявлений как безвредный «критурал», который, как считается в нашем обществе, имеет большое значение для оказания влияния на ход делового цикла. Считается, что торжественными заявлениями о том, что процветание будет продолжаться, можно на самом деле помочь продлить процветание» (p. 16). С другой стороны, если бы Гувер раньше высказался по поводу «мыльного пузыря Южных морей» на Уолл-стрит (фраза, сказанная Гувером в своих мемуарах, а не в 1929 г.), то, возможно, люди не бросались бы так неистово в пучину, как это происходило в конце 1929 г., только для того, чтобы быть финансово уничтоженными. Возможно, самое хорошее, что можно сказать о политических предсказаниях, это то, что, говоря словами де Жувенеля, «минимальной силой предвидения обладают люди... находящиеся у власти» (de Jouvenel V. The Art of Conjecture. New York: Basic Books, 1957. P. 151).

На следующий день после «черного вторника», когда рынок упал на 100 пунктов, Гувер объявил нации: «Основа деловой жизни страны, которой являются производство и распространение товаров, покоятся на здоровом и процветающем фундаменте»³². Несколько месяцев спустя он оптимистично заявлял: «Все указывает на то, что худшие последствия краха исчезнут в течение 60 дней»³³. К сожалению, Гувер витал в облаках.

Финансовые «быки»

Разумеется, существовала чрезвычайно большая группа банкиров, брокеров и финансовых аналитиков, которые не видели никакой угрозы Уолл-стрит даже за несколько недель до кризиса и вкладывались в рынок с безрассудной импульсивностью. В числе таких спекулянтов были братья Фишеры из Детройта, зерновой магнат Артур Каттен (известный как «великий бык») и президент *National City Bank of New York* Чарльз Митчелл. Не далее как 15 сентября 1929 г. он одобрительно говорил: «В настоящее время рынки в целом находятся в здоровом состоянии»³⁴.

Финансовые издания, такие, как *Wall Street Journal* и *Baron's*, опоздали с предсказанием обвала фондового рынка и часто третировали рыночных «медведей», таких как Роджер Бэбсон. Редактор *Wall Street Journal* Уильям Гамильтон до конца 1929 г. являлся последователем теории Доу, основанной на техническом подходе к инвестициям (Чарльз Доу

³² Thomas G., Morgan-Witts M. The Day the Bubble Burst. P. 376.

³³ Hoppe D. J. How to Invest in Gold Stocks. P. 100.

³⁴ Brooks J. Once in Golconda. New York: Harper and Row, 1969. P. 112. Митчелл, по-видимому, игнорировал предупреждения, высказывавшиеся экономистами его собственного банка. Вот выдержка из доклада *National City Bank of New York* от 18 апреля 1929 г.: «Если темпы увеличения кредита возрастут больше, чем темпы экономического роста, возникнут условия для инфляции, которая проявится в росте цен в некоторых отраслях, чрезмерной уверенности, чрезмерной спекуляции и, в конце концов, крахе».

был одним из учредителей журнала). На основе работы Доу Гамильтон написал *The Stock Market Barometer* и утверждал, что, когда две кривые (промышленный и железнодорожный индексы) находятся выше равновесного «графика», это показывает, что рынок является «бычьим». Когда два графика падают ниже их среднего рыночного значения, это признак «медвежьего» рынка.

На протяжении всех 1920-х годов Гамильтон и *Wall Street Journal* демонстрировали оптимизм, когда линия тренда шла вверх. В октябре 1927 г. в разгар рынка «быков» Гамильтон в редакционной статье заявил, что, согласно теории Доу, «рынок всеми способами сигнализирует, что деловые перспективы благоприятны и, по-видимому, такое состояние дел будет продолжаться...»³⁵. *Wall Street Journal* оставалась уверенной до самого краха — типичное поведение приверженцев технического анализа. Гамильтон разгромил предупреждение Бэбсона об обвале, прозвучавшее 5 сентября.

Но вдруг, 25 октября — на следующий день после «черного четверга» — Гамильтон в редакционной статье «Поворот тенденции» подал предупреждающий сигнал. Он опоздал на 52 дня и минус 80 пунктов от максимума, но рекомендовал продавать, прежде чем рынок упадет еще на 150 пунктов. Однако в начале ноября Гамильтон опять изменил отношение, особенно после того, как Джон Д. Рокфеллер, которому было уже за 80, смело заявил: «В экономической ситуации нет ничего, что оправдывало бы разрушение ценностей, имевшее место на прошлой неделе. Мои сыновья и я последние несколько дней покупали здоровые акции»³⁶. Гамильтон заливался соловьем в *Wall Street Journal*: «Вновь светит солнце, и мы снова пишем, что некоторые хорошие акции дешевы. Мы говорим, что хорошие акции дешевы, потому что первым это сказал Джон Д. Рокфеллер. Только глупец будет бороться с оценкой Джона Ди»³⁷.

³⁵ Editorial // *Wall Street Journal*. 3 October 1927.

³⁶ *New York Times*. 31 October 1929. Цит. по: *Thomas G., Morgan-Witts M. The Day the Bubble Burst*. P. 402.

³⁷ “Broad Street Gossip”// *Wall Street Journal*. 1 November 1929. P. 2.

Сторонники фундаментального анализа, которые для предсказания будущего отдельных компаний полагались на прибыль и другую статистику, необязательно лучше справились с крахом фондового рынка, чем сторонники теории Доу и другие специалисты по техническому анализу. Не избежал неудачи и Бенджамин Грэм, автор библии Уолл-стрита *Security Analysis*. «Клиенты Грэма пострадали от Краха не меньше остальных. Но ему удалось сохранить их платежеспособность, и на протяжении следующих нескольких десятилетий он стабильно демонстрировал надежные результаты инвестирования»³⁸.

Одним из крупнейших апологетов фондового рынка и легкого кредита был президент *General Motors* Крапо Дюран. Когда в феврале 1929 г. Федеральный резерв запретил банкам — членам ФРС выделять деньги фондовым брокерам на покупку акций в кредит, Дюран изо всех сил сопротивлялся этой мере и на секретной встрече в Вашингтоне пытался убедить Гувера и Федеральный резерв вернуться к политике легких денег. Когда они отказались, Дюран тайно вывел миллиарды долларов из акций *General Motors* и других ценных бумаг. У него получилось сделать это, не вызвав панику на рынке, потому что бывший член правления *General Motors* Джон Рэскоб, незадолго до этого ставший председателем Демократической партии, ездил по стране, рекламируя *General Motors* и фондовый рынок! В нашумевшем в августовском номере *Ladies Home Journal* за 1929 г., озаглавленном «Все должны быть богатыми», Рэскоб внушал, что, если человек инвестирует всего 15 долл. в неделю, через 20 лет он может накопить 80 тыс. долл. и более.

Однако в конечном итоге план Дюрана провалился. В целом избежав октябрьского краха, он преждевременно вернулся на рынок в 1930 г. и потерял все. К 1936 г. он объявил о банкротстве³⁹.

³⁸ *Dreman D.* The New Contrarian Investment Strategy. New York: Random House, 1982. P. 43.

³⁹ Полное описание хитрых маневров Дюрана см. в: *Thomas D. L.* The Plunger and The Peacocks. New York: G. P. Putnam's, 1967. P. 189—192, 214—215.

Последним главным действующим лицом в пьесе 1920-х годов под названием «не вижу ничего плохого» был Джон Муди, президент *Moody's Investor Service* и издатель *Moody's Bond Ratings*. Хотя его фирма в январе 1929 г. предлагала быть осторожным, к маю он предрекал беспрепятственное движение Америки к беспрецедентному будущему. «Уроки, преподнесенные грубыми финансовыми ошибками спекулятивного периода в развитии корпораций, продолжавшегося с 1898 г. до конца войны, включая дефляцию 1920—1921 гг., хорошо усвоены правительством и финансовыми кругами страны»⁴⁰. По иронии судьбы, человеку, составлявшему рейтинги безопасности корпоративных и государственных облигаций, можно присвоить только самый низкий рейтинг за точность, особенно учитывая, что он был свидетелем паники 1907 г.! В отличие от него *Standard Statistic Company* и *Weekly Business and Investment Letter* Пура в конце 1929 г. были чрезвычайно осторожны⁴¹.

Диссиденты: экономисты — сторонники «здоровых денег»

В 1920-х годах немного было экономистов, банкиров и финансовых аналитиков, которые действительно предсказали крах фондового рынка и экономическую депрессию.

Только одна группа американских экономистов — представители старомодной банковской школы «здоровых денег» — выражала серьезную обеспокоенность инфляционными двадцатыми. Двумя выдающимися экономистами, представлявшими традицию «твердых денег», были главный экономист *Chase Manhattan Bank* Бенджамин Андерсон и профессор банковского дела в Колумбийском университете и редактор *Journal of Commerce* Паркер Уиллис. Оба экономиста критически относились к Фишеру и количественной теории денег. Они разделяли микроэкономический подход к экономическим событиям австрийской школы и делали

⁴⁰ The Literary Digest. 26 May 1928.

⁴¹ Allen F. L. Only Yesterday. P. 322.

упор на «реальные» искажения, вызываемой банковской кредитной экспансией, в особенности на фондовом рынке и в сфере недвижимости.

В качестве редактора *The Chase Economic Bulletin* Бенджамин Андерсон часто критиковал провоцируемую Федеральным резервом инфляцию 1920-х годов и политику стабилизации товарных цен, называя ее «неверной и опасной»⁴². Рост процентных ставок в конце 1920-х годов он связывал с более ранними усилиями Федерального резерва по поддержанию искусственно низких процентных ставок. В частности, в августе 1927 г., когда Федеральный резерв снизил учетную ставку до 3,5%, он сказал, что «мы подносим спичку к пороховой бочке» и «выпускаем на волю непредсказуемые психологические силы спекулятивной заразы»⁴³. Андерсон подверг критике шведского экономиста Густава Касселя, предполагавшего, что в США в 1925—1927 гг. существовал недостаток кредита, так как товарные цены продолжали снижаться⁴⁴. После разгрома октября 1929 г. Андерсон сказал, что причиной этой беды были «чрезмерно дешевые деньги и неограниченный банковский кредит, который можно было использовать для капитальных целей и спекуляций» в 1922—1928 гг. Что касается того, куда движется рынок, то он заявил: «Я не пророк... Я не знаю, что собирается делать фондовый рынок». Но он скептически относился к возможности депрессии. «Сегодня экономический кризис полностью устранен». Он допускал только мягкое торможение⁴⁵. Подобно Андер-

⁴² *Anderson B. M. "Commodity Price Stabilization. A False Goal of Central Bank Policy" // The Chase Economic Bulletin 9, no. 3. 8 May 1929. P. 4.* Размышления Андерсона об экономическом кризисе 1929—1933 гг. можно найти в его превосходной книге *Economic and the Public Welfare: A Financial and Economic History of the United States, 1914—1946.* Indianapolis, Ind.: Liberty Press, 1979. Особенно с. 144—150, 182—230.

⁴³ *Ibid.*, и "The Financial Situation" // *The Chase Economic Bulletin 9, no. 6. 22 November 1929. P. 4.*

⁴⁴ См.: *Cassel G. Post-War Monetary Stabilization.* New York: Columbia University Press, 1928. Pp. 92—93.

⁴⁵ *Anderson B. "The Financial Situation". 11, no. 6. 22 November 1929. Pp. 4, 13—14.*

сону Уиллис отвергал строгую количественную теорию денег. «Рост цен ни в коем случае нельзя во всех случаях отождествлять с инфляцией... Механизм инфляции не является единообразным»⁴⁶. По Уиллису, инфляция порождается дисбалансом между производством и потреблением. «Инфляция помогает спекуляции путем создания неустойчивых спекулятивных условий»⁴⁷.

Прогнозы Мизеса и Хайека

В Европе единственной группой экономистов, предсказавших обвал рынка, были венские экономисты Людвиг фон Мизес и Фридрих фон Хайек. Именно предсказание ими приближающейся экономической катастрофы вызвало живой интерес к их экономическим теориям в начале 1930-х годов, особенно в Англии.

Когда Мизес в 1912 г. написал «Теорию денег и кредита», он работал экономистом в Австрийской торговой палате. Основываясь на денежной теории Кнута Викселля, Мизес доказывал, что принудительное снижение процентных ставок центральными банками неизбежно создает искусственный бум, особенно в отраслях, производящих капитальные блага; и этот бум не может продолжаться долго. Более того, золотой стандарт, пусть даже ослабленный центральными банками, в конце концов заставит отдельные страны отказаться от инфляционной политики и пройти через крах. Он критически относился к плану стабилизации с помощью индексов цен Фишера, который «никоим образом не сможет смягчить социальные последствия изменения ценности денег»⁴⁸. Крах неизбежен вне зависимости от того, растут цены или нет. Как Мизес позже объяснил в своем главном

⁴⁶ Willis H. P. "Some Conclusions: The Nature and Effect of Inflation" // Willis H. P., Chapman J. M. The Economics of Inflation. New York: Columbia University Press, 1935. P. 207—08.

⁴⁷ Ibid., p. 216.

⁴⁸ Mises L. von. The Theory of Money and Credit. 2nd ed. Irvington-on-Hudson, N.Y.: Foundation for Economic Education, 1971. P. 402 [Мизес Л. фон. Теория денег и кредита. Челябинск: Социум, 2012. С. 440].

произведении «Человеческая деятельность», «крах явился необходимым следствием попыток понизить ставку процента посредством кредитной экспансии»⁴⁹.

Еще в 1924 году Мизес сказал свои коллегам, что приближается обвал. Депрессия будет всемирной, поскольку почти каждая страна имела золотой стандарт и центральный банк, проводивший инфляционную политику после великой войны. Фриц Махлуп вспоминает о «пророческом даре» Мизеса: «Будучи его ассистентом на семинаре в университете, который собирался каждую среду во второй половине дня, я обычно сопровождал его по дороге домой. По пути мы проходили через галерею банка *Kreditanstalt* в Вене. С 1924 г. каждую среду во второй половине дня, когда мы шли по пешеходной галерее, он говорил: «Это будет большой крах [smash]». Напоминаю, это происходило с 1924 г. Однако, когда в 1931 г. в конце концов случился обвал, у меня все еще были акции *Kreditanstalt*, которые, конечно, потеряли всякую ценность»⁵⁰.

Но на этом история не заканчивается. Летом 1929 г. Мизесу предложили занять высокий пост в *Credit Anstalt*, который в то время был одним из крупнейших банков в Европе. Его будущая жена Маргит была в восторге и удивилась, когда он сказал, что решил не принимать это предложение. «Но почему?», — спросила она. Ответ ее шокировал: «Скоро произойдет великий крах [great crash], — сказал он, — и я не хочу, чтобы мое имя хоть как-то было с ним связано»⁵¹. От обвала

⁴⁹ Мизес. Л. фон. Человеческая деятельность. Челябинск: Социум, 2005. С. 800.

⁵⁰ *Machlup F. "Tribute to Mises" // The Mont Pelerin Society, 13 September 1974. P. 12.* Махлуп также сказал, что Мизес еще в 1927 г. предсказывал, что в Центральной Европе приближается конец свободы, и предположил, что экономисты, выступающие за свободный рынок, будут вынуждены покинуть Европу. Угроза, исходящая от Гитлера в 1930-х годах, привела к тому, что к 1938 г., согласно Махлупу, «большинство из нас последовали совету учителя и воспользовались первым попавшимся шансом, чтобы вовремя покинуть родину» (р. 13).

⁵¹ *Mises M. von. My Years with Ludwig von Mises. 2nd ed. Spring Mills, Penn.: Libertarian Press, 1984. P. 23.*

на рынке США, случившегося через несколько месяцев, сильно пострадала международная торговля, и в мае 1931 г. *Credit Anstalt* разорился. Это событие сильнее любого другого повлияло на продление депрессии в Европе.

Когда депрессия была в самом разгаре, Мизес прокомментировал свое предсказание во введении к английскому переводу своей книги «Теория денег и кредита»: «С 1926 по 1929 г. внимание мира было сконцентрировано главным образом на американском процветании. Как и в случаях всех предыдущих бумов, вызванных расширением кредита, стала преобладать точка зрения, что процветание будет продолжаться вечно, и на предупреждения экономистов никто не обращал внимание. Изменение хода событий в 1929 г. и последовавший жестокий кризис для экономистов не стали сюрпризом; они их предвидели, хотя и не могли предсказать точную дату»⁵².

Ученик Мизеса Фридрих Хайек также ожидал экономический кризис, особенно в США. Его привязка ко времени оказалась немного точнее, чем Мизеса. В 1929 г. в качестве директора Австрийского института экономических исследований Хайек опубликовал несколько пессимистических статей в ежемесячном докладе института. В 1975 г. в одном из интервью Хайек рассказывал об этом предсказании: «Я был одним из немногих, кто предсказал что произойдет. В начале 1929 г., когда я сделал этот прогноз, я жил в Европе, которая переживала период депрессии. Я сказал, что у Европы не будет никаких надежд на выздоровление до тех пор, пока не упадут процентные ставки, а процентные ставки не упадут, пока не обрушится американский бум, что, вероятно, произойдет в течение следующих нескольких месяцев»⁵³.

⁵² *Mises L. von*. "Preface to English Edition". The Theory of Money and Credit. H. E. Batson, trans. Indianapolis, Ind.: Liberty Fund, 1980. P. 14—15. Написано в июне 1934 г. [*Мизес Л. фон*. Предисловие к английскому изданию // *Мизес Л. фон*. Теория денег и кредита. Челябинск: Социум, 2012.]

⁵³ "Interview with Hayek". Gold and Silver Newsletter. Newport Beach, Calif.: Money International, June 1975. Доклад Хайека появился в *Monatsberichte des Österreichischen Institutes für Konjunkturforschung* (1929). Лайонел Роббинс упоминает предсказание Хайека о депрессии в Америке

Хайек следующим образом объяснял теоретические предпосылки прогноза, сделанного им в конце 1920-х годов:

«Разумеется, ожидать этого меня заставляло мое теоретическое убеждение, что невозможно бесконечно поддерживать инфляционный бум. Такой бум создает всевозможные искусственные рабочие места, которые могут сохраняться в течение довольно долгого времени, но рано или поздно должны исчезнуть. Кроме того, когда в 1927 г. Федеральный резерв сделал попытку отсрочить крах с помощью кредитной экспансии, я убедился, что бум стал типично инфляционным.

Поэтому в начале 1929 г. налицо были все признаки того, что бум должен захлебнуться. К тому времени я знал, что американцы не могут продолжать кредитную экспансию бесконечно, и как только Федеральный резерв больше не захочет ее подпитывать еще большей инфляцией, все рухнет.

К тому же следует помнить, что в то время Федеральный резерв не только не желал, но и не мог продолжать экспансию, потому что золотой стандарт ограничивал масштабы экспансии. Поэтому в условиях золотого стандарта бум не может продолжаться очень долго»⁵⁴.

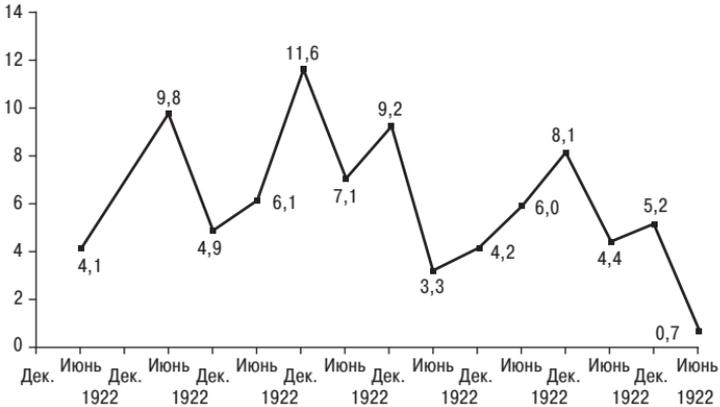
Австрийские экономисты смогли предсказать экономическую катастрофу, так как они смотрели дальше общих индексов цен и стабильных макроэкономических явлений, таких как уровни заработной платы и потребительские расходы. Они концентрировали свое внимание на *микро*основаниях экономики и на том, как искусственно низкие процентные ставки и кредитная экспансия поощряют развитие «опасного бума на фондовом рынке и рынке недвижимости»⁵⁵. В отличие от ортодоксальных экономистов 1920-х годов австрийцы не рассматривали рынок недвижимости и фондовый рынок

в предисловии к книге Хайека «Цены и производство» (*Hayek F. Prices and Production*. 1st ed. London: George Routledge & Sons, 1931. P. xii.)

⁵⁴ "Interview with Hayek" // *Gold & Silver Newsletter*. June 1975.

⁵⁵ *Rothbard M. N. "The New Deal and the International Monetary System" // The Great Depression and New Deal Monetary Policy*. San Francisco: Cato Institute, 1980. P. 85. Статья Ротбарда впервые была опубликована в: *Watershed of Empire: Essays on New Deal Foreign Policy*. *Liggio L. P., Martin J. J.*, eds. Colorado Springs: Ralph Myles, 1976.

Кто предсказал крах 1929 года?



Источник: Rothbard M. N. *America's Great Depression* (San Francisco: Cato Institute, 1980, Table 1, p. 88)

Рис. 3. Темпы роста совокупной денежной массы в США, 1921–1929 гг.

изолированно от остальной экономики. Как указывает Ротбард, и ценные бумаги, и недвижимость представляют собой права на капитал и являются интегральным отражением чрезмерного расширения капитальных отраслей во время инфляционного бума⁵⁶. Следовательно, экономическая депрессия неизбежно будет включать снижение цен на недвижимость и ценные бумаги.

Как указывает Хайек, в 1920-х годах австрийские экономисты внимательно следили за показателями денежной массы в США. Они знали, что когда печатный станок замедлит свою работу или остановится, то финансового кризиса останется ждать недолго (рис. 3). Как пишет Ротбард: «Инфляция 1920-х годов фактически закончилась к концу 1928 г. Совокупная денежная масса на 31 декабря 1928 г. составляла 73 млрд долл. 29 июня 1929 г. она равнялась 73,26 млрд долл.

⁵⁶ Rothbard M. N. *America's Great Depression*. P. 75, 324 n. 24 [Ротбард М. Великая депрессия в Америке. М.: ИРИСЭН, 2012. С. 147, 253—254]. Бенджамин Андерсон также подчеркивал спекулятивное помешательство в сфере акций и недвижимости. Он указывал, что рынок «быков» на рынке недвижимости существовал не только во Флориде, но и на Манхэттене и в других частях страны. *Anderson B. Economics and the Public Welfare*. P. 186—187, 204.

Рост составил всего 0,7% в пересчете на год. Таким образом, инфляция денег завершилась к концу 1928 г. После этого денежная масса оставалась на одном уровне, рост был ничтожным. Поэтому с этого момента депрессия, которая должна была скорректировать экономику, стала неизбежной. Так как немногие американцы были знакомы с теорией австрийской школы, то мало кто осознавал, что произойдет»⁵⁷.

Швейцарский банкир Феликс Зомари

Еще один малоизвестный австрийский экономист и швейцарский банкир Феликс Зомари был настроен пророчески пессимистично в преддверии депрессии. По свидетельству современников, Зомари пророчески предсказал крах фондового рынка, оставался мрачно настроен на протяжении всей депрессии и предсказал Вторую мировую войну как неизбежное следствие мирных договоров, заключенных после 1918 г.⁵⁸ Зомари вырос в Вене, изучал экономическую теорию у Бём-Баверка и по совместной учебе был знаком с Йозефом Шумпетером, Людвигом фон Мизесом и Отто Бауэром. Подобно Мизесу Зомари был сторонником свободного рынка и золотого стандарта и критиковал социализм и инфляционную политику государства. В 1901 г. он получил награду за написание статьи, отстаивающей неизбежность депрессий. «Как часто в моей последующей жизни я был вынужден защищать тезис о крупных депрессиях и их неизбежности, даже в социалистических государствах, где они просто принимают другую форму»⁵⁹.

Зомари использовал экономическую теорию «твердых денег» в своей деятельности в качестве швейцарского банкира, финансового консультанта и дипломата. В сентябре 1926 г. Зомари выступил с речью в Венском университете, предсказав, что экономический подъем и бум на фондовом рынке, кото-

⁵⁷ Ibid., p. 147.

⁵⁸ *Somary F.* The Raven of Zürich: The Memoirs of Felix Somary. Sherman A. J., trans. New York: St. Martin's Press, 1986. P. 272—292.

⁵⁹ Ibid., p. 14.

рые пока находятся в начальной стадии, «должны закончиться банкротством правительств и крушением банков»⁶⁰.

Он отвергал повсеместно распространенный в то время среди экономистов основного течения взгляд, что товарные цены стабильны и поэтому никакого инфляционного кризиса не может возникнуть. Хотя в ценах ценных бумаг инфляция была очевидна. В сентябре 1928 г. Зомари выступил перед группой экономистов и обратил внимание на несоответствие между ставками по займам и доходом по акциям, которое он рассматривал как «безошибочный симптом краха»⁶¹. Его речь была принята недоброжелательно. «Здесь среди моих знакомых были представители по меньшей мере дюжины экономических теорий, но ни один из них не видел даже намек на близость величайшего краха, пережитого нашим поколением»⁶².

Зомари рекомендовал продавать акции еще в 1926 г., тем самым упуская большую часть рынка «быков» на Уолл-стрит. Многие клиенты от него ушли. Летом 1929 г. он отметил: «В течение трех лет я советовал не покупать акции, но многие клиенты не последовали этому совету; теперь наступил момент, когда нужно было как можно скорее избавляться от акций. Мои телефонные звонки спасли крупные суммы, а в некоторых случаях и все состояние клиентов»⁶³.

После краха настроение Зомари оставалось мрачным. В ожидании банковской паники в Европе, выхода Британии из золотого стандарта и всемирной депрессии, в начале 1931 г. он отозвал все активы *Blankart & Cie.*, швейцарского банка, которым руководил, с депозитов в банках Англии, Германии и Италии⁶⁴. Но в июне 1932 г. у него появился осторожный оптимизм, и он опубликовал небольшой памфлет под названием «Поворотный пункт?», где предположил, что мировая депрессия достигла нижней точки⁶⁵.

⁶⁰ Ibid., p. 281.

⁶¹ Ibid., p. 153.

⁶² Ibid.

⁶³ Ibid., p. 157.

⁶⁴ Ibid., p. 162.

⁶⁵ Ibid., p. 166.

По общему мнению, почти до самой смерти Зомари проявлял поразительный дар предвидения. В лекции в Гарвардском университете он предупреждал, что политика дешевых денег, проводимая государством, скоро приведет к новой депрессии и экономической катастрофе. На дворе стоял апрель 1956 г.⁶⁶

Бэбсон и Кассандры на Уолл-стрит

В конце 1920-х годов несколько заметных финансовых фигур начали испытывать тревогу по поводу фондового рынка и промышленного бума. Без сомнения, самым известным предсказателем судного дня был инвестиционный консультант из Бостона Роджер Бэбсон, добившийся выдающихся успехов в политике, церковной деятельности, образовании и науке. Многие считали его мистическим чудаком, пытавшимся применить законы физики (ньютоновский закон действия и противодействия) к экономической теории и финансам. В действительности одновременно использовавшиеся Бэбсоном тренды в «диаграммах Бэбсона» и деление делового цикла на четыре четких периода (улучшение, процветание, спад, депрессия) не отличаются от инструментов, которыми сегодня пользуются уважаемые специалисты по прогнозированию биржевой конъюнктуры и аналитики делового цикла. Но в 1920-х годах использование подобного технического анализа только начиналось.

Однако фундаментальные предпосылки Бэбсона в целом были здоровыми. Определив, в какой фазе делового цикла находится страна, он просматривал старые подшивки *Commercial and Financial Chronicle*, чтобы понять, чего следует ожидать. Он со здоровым недоверием относился к рыночному буму, который, как он знал, став свидетелем паники 1907 г. и краха на рынке недвижимости во Флориде в 1927—1928 гг., может быстро закончиться.

С сентября 1926 г. он стал играть на понижение на фондовом рынке. (Промышленный индекс Доу—Джонса находился

⁶⁶ Ibid., p. 293—302.

в районе 160 пунктов и поднимется еще на 200 пунктов, прежде чем достигнет высшего значения!) Бэбсон признавал, что его самой серьезной ошибкой были преждевременные заявления. Его знаменитый призыв 5 сентября 1929 г., когда он предложил слушателям продавать акции и покупать золото, был не первым его предсказанием краха. В получившей широкую известность речи на Ежегодной национальной деловой конференции он заявил: «Я продолжаю повторять то, что я говорил в это время в прошлом и позапрошлом годах; а именно, что рано или поздно наступит крах, который затронет ведущие акции и вызовет падение *Dow—Jones Barometer* на 60—80 пунктов»⁶⁷.

В своей автобиографии Бэбсон признавал: «Хотя я выступил с очень пессимистичным обращением непосредственно перед крахом в сентябре 1929 г., я высказывал аналогичные предупреждения на протяжении 18 месяцев. Хотя изучение газетных подшивок показывает, что на протяжении Великой депрессии доверием пользовались почти исключительно только прогнозы *Babson Organization*, следует подчеркнуть, что мы считали, что крах наступит раньше, чем это произошло на самом деле. Точно так же мы считали, что рост начнется раньше его действительного начала в 1932 г.»⁶⁸ Бэбсон ожидал быстрого оживления деловой активности начиная с сентября 1930 г. — опять на несколько лет раньше, чем это случилось. Возможно он полагался на быстрое оживление после паники 1907 г. История не всегда повторяется!

⁶⁷ New York Herald Tribune. 6 September 1929. Бэбсону, известному как «мрачный Гас сообщества финансовых предсказателей», перестали доверять за то, что он слишком часто поднимал ложную тревогу. «Бэбсон ошибался так долго, что мало кто принимал его всерьез, так как он вещал из места, находившегося за сотни миль от нервного центра Уолл-стрит» (*Shachtman T. The Day America Crashed*. New York: G. P. Putnam's, 1979. P. 99).

⁶⁸ *Babson R. W. Actions and Reactions: An Autobiography of Roger Babson*. 2nd ed. New York: Harper Collins, 1950. p. 1950. P. 267. См. также: *Smith E. L. Yankee Genius: A Biography of Roger W. Babson*. New York: Harper & Brothers, 1954. Pp. 262—270. Согласно *Wall Street Journal* (6 September 1929), Бэбсон предсказал крах фондового рынка еще 11 сентября 1926 г.

Харвуд: еще один глас вопиющего в пустыне из Новой Англии

Другой житель Новой Англии, Эдвард Харвуд, был еще одним гласом вопиющего в пустыне, предсказавшим ужасные последствия нездоровой денежной практики. В Грейт-Бэррингтоне, штат Массачусетс, он основал Американский институт экономических исследований, независимую консультационную службу в области инвестиций и издания экономических и финансовых исследований. Харвуд был стойким сторонником золотого стандарта и считал, что банковская кредитная инфляция ведет к ошибочным инвестициям и финансовой неустойчивости.

Кроме того что он писал для собственных изданий, Харвуд регулярно писал для *The Annalist*, финансового и экономического еженедельника, издаваемого *New York Times*. Заметив рост чистого экспорта золота из США в 1927 г., он сделал вывод, что кредитная экспансия Федерального резерва скоро закончится. В марте 1928 г. он сравнил расширяющийся кредит с раздутым ботинком: «Возвращаясь к кредитному „ботинку“, мы оказываемся в следующем положении: нога опухла; на пальцах множество „шишек“; Федеральный резерв затягивает „шнурки“; и существует высокая вероятность, что сам „ботинок“ физически сожмется. Поэтому мы не должны удивляться ощущению сдавленности, которое возникнет в не столь отдаленном будущем»⁶⁹.

Спустя несколько лет Харвуд отметит, что статья появилась вовремя — в марте 1928 г. цены облигаций достигли максимума 25 января 1929 г. он написал в *The Annalist*, что банки «выдали слишком много кредитов» и теперь только Федеральный резерв может предотвратить крах. В следующей статье от 15 февраля он предупредил о «смертельных

⁶⁹ Harwood E. C. “The Probable Consequences to Our Credit Structure of Continued Gold Exports”// *The Annalist*. 23 March 1928. Резюме этой и других статей, написанных Харвудом, приведены в: *Cause and Control of the Business Cycle*. 5th ed. Great Barrington, Mass.: American Institute for Economic Research, 1932/1957. P. 63—66.

опасностях» спекуляции ценными бумагами. «В отсутствие внешних сдерживающих сил, ситуация похожа на знаменитую спекуляцию тюльпанами в Голландии или даже на злополучный бум на рынке земли во Флориде... Текущая спекуляция капитальными товарами, представителями которых являются ценные бумаги, и инфляция их цен намного опаснее спекуляции потребительскими товарами»⁷⁰. Наконец, 2 августа 1929 г. Харвуд пришел к выводу, что «возможно, недалеко то время, когда страна осознает „холодным серым похмельным утром“, что это была всего лишь еще одна попойка на заемные деньги»⁷¹. Более того, когда эпоха после 1929 г. оказалась в тисках дефляционных сил, Харвуд не ожидал бы строго возвращения к процветанию.

Джо Кеннеди — одинокий волк

Возможно, самым удачливым спекулянтом в 1929—1933 гг. был Джо Кеннеди. Казалось, у него был идеальный темперамент для спекулянта — «страсть к фактам, полное отсутствие сентиментальности, удивительное чувство момента»⁷².

Согласно многим свидетельствам, Кеннеди оставался на рынке до конца 1928 г., когда он продал большую часть своих акций и опционов [класса RKO “A”] на несколько миллионов долларов. Зиму 1928—1929 г. он провел в своем втором доме в Палм-Бич во Флориде, который он купил по выгодной цене после обвала на местном рынке недвижимости. Кеннеди решил в 1929 г. не реинвестировать средства, а оставить наличные⁷³. Летом 1929 г., после того, как он увидел, что двое мальчиков-чистильщиков обуви разговаривают о фондовом рынке, он утвердился в своем решении не возвращаться на рынок.

⁷⁰ *Harwood E. C. “Speculation in Securities vs. Commodity Speculation”// The Annalist. 15 February 1929.*

⁷¹ *Harwood E. C. “Deterioration of the American Bank Portfolio”// The Anallist. 2 August 1929.*

⁷² *Whalen R. J. The Founding Father: The Story of Joseph P. Kennedy. New York: New American Library, 1964. P. 66.*

⁷³ *Ibid.*, p. 104, из интервью с Оскаром Хауссерманом, данным им в Бостоне 10 октября 1962 г.

«Тут же на месте он решил, что рынок, на котором могут играть все и который могут предсказывать чистильщики обуви, для него не является рынком»⁷⁴.

Говорят, что Кеннеди также играл на понижение⁷⁵ все время, пока рынок падал в начале 1930-х годов, и заработал больше миллиона долларов. Затем в начале 1933 года, шесть месяцев спустя после того, как рынок достиг дна, он стал играть на повышение⁷⁶.

История Джесси Ливермора

А как насчет Джесси Ливермора, короля спекулянтов и «великого медведя» Уолл-стрит? Он сделал себе имя, сыграв на понижение акций во время паники 1907 г. Но, несмотря на репутацию вечного продавца, в 1920-е годы он часто покупал. В 1924 г. он иногда совершал быстрые операции на понижение и делал это все чаще по мере формирования рынка «быков». Зная, что в сентябре 1929 г. Бэбсон будет выступать с алармистской речью, Ливермор на этой во всех остальных отношениях скучной торговой сессии от души сыграл на понижение и неплохо «наварил», когда «обвал Бэбсона» заставил резко просесть рынок. В цитате, приведенной в *New York Times* 21 октября, он отметил фундаментальный дефект рынка: «То, что произошло... является неизбежным результатом биржевых спекуляций, сделавших цены на многие акции во много раз выше их действительной стоимости, определяющейся прибылью и чистым доходом на акцию... Если кто-нибудь возьмет на себя труд проанализировать цены... акций... то увидит, что они продаются по удивительно высоким ценам»⁷⁷. В ответ на радужные перспективы, рисуемые профессором Фишером, Ливермор воскликнул: «Что может

⁷⁴ Ibid., p. 105.

⁷⁵ Продавал на срок ценные бумаги, которых нет в наличии. — Прим. перев.

⁷⁶ Ibid., pp. 107, 132.

⁷⁷ The New York Times. 21 October 1929. См. также: *Shachtman T. The Day America Crashed*. P. 57.

профессор знать о спекуляциях или фондовом рынке? Играл ли он когда-нибудь на разнице курсов на кредитные средства (on margin)? Вложил ли он хоть цент в какой-нибудь из этих мыльных пузырей, про которые говорит, что они дешевые?»⁷⁸

Если судить по публичным заявлениям, то Ливермора можно включить в число диссидентов рынка. К сожалению, во время краха он колебался и не следовал своим собственным советам. По свидетельству его биографа Пола Сарноффа, в 1920-е годы Ливермор имел привычку играть на обеих сторонах рынка и в 1929—1930 гг. играл как на понижение, так и на повышение. Подводя итог, Сарнофф пишет: «Хотя Ливермор заработал миллионы, играя на понижение, на самом деле он потерял около 6 млн при игре на повышение! Невероятно, но потери Ливермора практически сопоставимы с любым выигрышем, который он мог иметь»⁷⁹.

Два лица Бернарда Баруха

Легендарный Бернард Барух написал в своей автобиографии, что непосредственно перед крахом предупредил своих друзей, что он [всё] продает и им лучше последовать его примеру. Он добавляет: «Несколько раз в 1928 г. я продавал, чувствуя, что крах неминуем, но рынок продолжал расти»⁸⁰. Говорят, что в 1930 г. он играл на понижение, чтобы компенсировать потери от тех акций, которые у него оставались, и для страховки купил золото.

⁷⁸ Thomas G., Morgan-Witts M. The Day the Bubble Burst. P. 336. Разумеется, Фишер много вложил в рынок, он даже занимал деньги в банках, чтобы купить новый выпуск венчурных акций и увеличить свою долю в компании *Remington Rand*, составлявших основу его портфеля. За долгий период рынка «медведей» акции *Remington* упали с 28 долл. до 1 долл. Как заметил один житель Нью-Йорка: «Боже! Он же должен был знать все ответы — и наблюдал как прогорает!» (Цит. по: Fisher I. N. My Father Irving Fisher. P. 262—263).

⁷⁹ Sarnoff P. Jesse Livermore, Speculator-King. Palisade Park, N. J.: Investor's Press, 1967. P. 90. Вопреки слухам, Ливермор не покончил с собой после краха фондового рынка. Он покончил самоубийством в 1940-м, а не в 1930 г.

⁸⁰ Baruch B. M. My Own Story. New York: Henry Holt, 1957. P. 244.

Конечно, с виду Бернард Барух не пострадал от депрессии 1929—1933 г. Он продолжал ездить за границу, поддерживать родственников, делать благотворительные и политические пожертвования. Но внешние признаки обманчивы, а автобиографиям редко можно доверять. На самом деле, хотя в 1924 г. Барух действительно начал работать на фондовом рынке с первого этажа, в 1929 г. со своего пентхауса он спустился отнюдь не на лифте. Он попал в силки оптимизма «промышленного возрождения» 1920-х годов. В июне 1929 г. он предсказывал новую эру мира, понимания и международного сотрудничества⁸¹. Недавнее исследование его брокерских записей, налоговых деклараций и других финансовых документов привело к ревизии портрета гуру Уолл-стрит: «Тяжесть улик подкрепляет вывод о том, что он не продавал вовремя. Безоглядный оптимист промышленного возрождения, он недооценивал тяжести ситуации в течение многих месяцев после Краха и продавал акции с запозданием (с таким запозданием, что его налоговая декларация за 1929 г. показывает прибыль от торговли акциями: он все еще не зафиксировал убытки.) С другой стороны, он сумел не попасть в число „пылесосов“. Он не увлекся игрой на разнице курсов на заемные средства (on margin) и не поддался соблазну активно покупать акции пока они не закончили падение. Перед девальвацией доллара ему хватило ума купить золото и акции рудников. Он не был Бернардом Барухом из легенды, но это единственный стандарт, которому он не соответствовал»⁸².

Другие пессимистические прогнозы

Некоторые редакторы финансовых новостей достаточно рано осознали, что сумасшедшие спекуляции на Уолл-стрит в конце концов закончатся катастрофическим падением. Редактор отдела финансов *New York Times* Александр Дана Нойс резко осуждал спекулятивную манию. 21 ноября 1928 г. в редакци-

⁸¹ Grant J. Bernard Baruch: The Adventures of a Wall Street Legend. New York: Simon & Schuster, 1983. P. 243 n., 223—253.

⁸² Ibid., p. 233—234.

онной статье он заявил, что «спекуляция на фондовом рынке достигла чрезвычайно опасной стадии... Недавнее поведение фондового рынка, в сочетании со вчерашними дикими крайностями, должно привлечь внимание к мнению, что такая ситуация не может долго продолжаться...»⁸³

В сентябре 1929 г. он сравнивал панику 1907 г. и ситуацию 1929 г., хотя выражал надежду, что созданная Федеральная резервная система стабилизирует ситуацию. После наступления краха Нойс предположил, что широкая публика была захвачена врасплох, потому что в отличие от предыдущих паник в 1929 г. не было никаких предупредительных сигналов вроде банкротства крупных предприятий или банков. «Конец великой спекуляции наступил в тот момент, когда все общество казалось убедил себя в том, что конец никогда не наступит»⁸⁴.

Известный нью-йоркский банкир и основатель Федеральной резервной системы Пол Варбург, который до этого одобрял политику «легких денег», подверг критике «оргии безудержной спекуляции» в *Commercial and Financial Chronicle* от 9 марта 1929 г., указывая, что высокие цены на акции «совершенно не связаны с соответствующим увеличением производственных мощностей, собственности или способности зарабатывать прибыль». Он предсказал, что если финансовый разгул не прекратится, то дело кончится «общей депрессией, которая охватит всю страну»⁸⁵.

В целом *Commercial and Financial Chronicle* придерживалась трезвого взгляда на финансовую ситуацию, сложившуюся в конце 1920-х годов. В начале 1929 г. президент и редак-

⁸³ New York Times. 21 November 1928. Цит. по: Patterson R. T. The Great Boom and Panic. P. 57—58.

⁸⁴ Thomas D. L. The Plunger and the Peacocks. P. 194. *Dun's Review & Modern Industry* отражал атмосферу уверенности, царившую в деловых кругах в 1929 г.: «Не происходит ничего, что указывало бы на начало широкомасштабной рецессии» (5 октября 1929 г.).

⁸⁵ *Commercial and Financial Chronicle*. 9 March 1929. p. 1444. Цит. по: Patterson R. T. The Great Boom and Panic. P. 73. О решающей роли, которую Варбург сыграл в формировании политики легкого кредита и низких процентных ставок, проводимой Федеральным резервом, см.: *Pomgard Великая депрессия в Америке*. М.: ИРИСЭН, Мысль, 2012. С. 210—212.

тор Джейкоб Сейберт писал, что причиной «финансового ку- тежа» конца 1920-х годов является политика легкого кредита, проводимая Федеральным резервом⁸⁶. Он писал, что преду- преждение Федерального резерва о чрезмерной спекуляции с акциями в феврале 1929 г., было «совершенно правильным», но сделано слишком поздно, чтобы повлиять на ход собы- тий⁸⁷. Однако после краха, вину за который он возложил на Федеральный резерв, он чувствовал, что теперь экономиче- ская ситуация «здоровая»⁸⁸.

Выводы: трудный случай для прогноза

Подобно государству, прогнозирование, возможно, являет- ся неизбежным злом. Чтобы получать устойчивые прибы- ли, и в бизнесе, и в инвестиционной деятельности, человек должен располагать точными ожиданиями того, что случит- ся в будущем. В условиях делового цикла «подъем—крах» «ревущих двадцатых» и депрессии тридцатых правильное предсказание нужного момента имело решающее значение. Как пишет Бертран де Жувенель, «самым полезным является прогноз, который предупреждает людей о кризисе»⁸⁹. Те, кто не замечал приближающейся катастрофы, пожинали плоды бума пока он длился, но были финансово уничтожены, когда неожиданно наступал крах. С другой стороны, горстка трез- вых аналитиков, правильно предсказывавших кризис, в зна- чительной степени избежали болезненных последствий и да- же смогли извлечь из этого прибыль.

Но самым важным элементом искусства предвидения яв- ляется точная привязка ко времени. Предсказание будущего события слишком рано или слишком поздно приносит мало пользы. Хорошим примером является Роджер Бэбсон. Пред- положим, инвестор последовал его совету и купил акции «го- лубых фишек» в 1924 г., когда Промышленный индекс Доу—

⁸⁶ Commercial and Financial Chronicle. 9 March 1929. P. 1443.

⁸⁷ Ibid. 30 March 1929. Pp. 1968—1969.

⁸⁸ Ibid. 26 October 1929. P. 2577.

⁸⁹ Jovenel B. de. The Art of Conjecture. P. 126.

Джонса находился «на первом этаже» в районе 100 пунктов. Если бы инвестор отреагировал на предупреждение Бэбсона о крахе, продав акции в конце 1927 г., когда Промышленный индекс Доу—Джонса добрался до 200 пунктов, то его инвестиции удвоились бы. Неплохой доход за три года. Но он упустил бы дальнейшие 180 пунктов роста с 1927 по конец 1929 г. Когда, наконец, произошел бы крах, его вера в Бэбсона возобновилась бы. Но тогда в сентябре 1930 г., после предсказания Бэбсоном «быстрого оживления деловой активности», инвестор снова купил бы акции, полагая, что это и есть момент перелома тенденции. Индекс Доу—Джонса к тому времени снизился до 200 пунктов — та же самая цена была, когда Бэбсон рекомендовал продавать в конце 1927 г.! К несчастью, индекс Доу—Джонса упал еще на 150 пунктов в течение последующих двух лет. Такого глубокого падения было бы достаточно, чтобы исчерпать любую прибыль, заработанную в 1920-х годах. Вывод: «слишком преждевременные—слишком запоздалые» советы Бэбсона обошлись гораздо дороже, чем ожидалось.

Мизес и внутренняя противоречивость прогнозов

Если бы консервативный инвестор еще в 1924 г. поверил в предсказание Мизеса о «большом крахе», он не принял бы участие ни в буме, ни в крахе (допустим, что он обладал достаточной силой воли, чтобы год за годом стоять в стороне от оптимистичных воплей)⁹⁰. Несмотря на свой «пророческий дар», из всех экономистов австрийской школы Мизес был, без сомнения, самым откровенным противником эффективности прогнозирования. Конечно, Мизесу было известно о желании деловых людей и инвесторов знать точное время для действий. Хотя он знал о неизбежных последствиях инфляции, регулирования цен и других форм государственного

⁹⁰ Мизеса не интересовала инвестиционная деятельность. Он как-то сказал своей невесте: «Если тебе нужен состоятельный человек, не выходи за меня замуж. Зарабатывание денег меня не интересует. Я пишу о деньгах, но сам никогда не буду иметь много денег» (*Mises M. von. My Years with Ludwig von Mises. P. 24*).

вмешательства, он оставался непреклонным в том, что никто не может предсказать конкретную дату какого-либо события или наступления кризиса. «Экономист знает, что такой бум должен привести к депрессии. Но он не знает и не может знать, когда кризис случится... Не существует правил, в соответствии с которыми можно высчитать продолжительность бума или последующей депрессии»⁹¹. Мизес предупреждал деловых людей и инвесторов, что «количественной экономической теории не существует», и поэтому «прогнозы хода экономических событий нельзя рассматривать как научные». Он разоблачал использование «диаграмм и кривых», которые относятся к прошлому, а не будущему. «Если будущее представляло бы собой просто продолжение трендов, существовавших в прошлом, то оно не было бы неопределенным и не было бы никакой нужды в прогнозах»⁹².

Мизес закончил свою статью глубоким выводом о том, что точное предсказание со стороны значительного большинства деловых людей и инвесторов априори невозможно и внутренне противоречиво! «Сам факт того, что люди поверят в предсказание краха, приведет к аннулированию предсказания: оно мгновенно вызовет крах». Точная информация о будущем экономическом потрясении может быть полезна для спекулянта только в *единственном* случае: если «он один ею располагает, а все остальные находятся во власти „бычьих“ настроений»⁹³. Бэбсон говорил практически то же самое: «Прогнозы имеют тенденцию наносить вред своей точности»⁹⁴. Конечно, лишь в тех случаях, *когда* им следуют, — и разумеется, на прогнозы Бэбсона не обращали внимания до самого конца.

Глубокое замечание Мизеса объясняет, почему крах 1929 г. и последовавшее за ним экономическое сжатие были неожиданными почти для всех, особенно для правящих кругов. Только так называемые денежные «чудаки» и инвесторы,

⁹¹ Мизес. Человеческая деятельность. С. 816.

⁹² Mises L. von. "The Plight of Business Forecasting" // National Review. 4 April 1956. P. 18.

⁹³ Ibid.

⁹⁴ Babson R. W. Actions and Reactions. P. 267.

придерживавшиеся неортодоксальных взглядов — одинокое меньшинство — смогли эффективно предсказать крах. Коротче говоря, теория прогнозирования Мизеса является крайне субъективной, основанной на ожиданиях публики относительно будущего. Во многих отношениях она удивительно похожа на «противоходный» стиль инвестирования, против господствующих ожиданий, хотя Мизес, без сомнения, отверг бы крайнюю форму концепции противохода, заключающуюся в том, что «большинство всегда ошибается»⁹⁵.

Классическое произведение Хамфри Нейлла *The Art of Contrary Thinking* очень близко воспроизводит мизесианскую концепцию. Вот некоторые примеры: «Когда все думают одинаково, то вероятнее всего все заблуждаются... Теория противохода является способом мышления... представляющим собой в большей степени *противоядие* от общепринятого прогнозирования, чем систему для прогнозирования. Одним словом, это инструмент мышления, а не магический кристалл [прорицателей]... Графики можно интерпретировать как угодно... не существует никакого известного метода привязки ко времени событий или трендов... более мудрым было бы сделать что-либо преждевременно, чем опоздать... „противоходное“ мнение обычно опережает время... Привычка мыслить „противоходом“ (против течения) дала бы результат, если б научила нас хотя бы развивать наши духовные способности и любить иногда оказываться в одиночестве... Именно поэтому опубликованные предсказания экономистов оказываются ошибочными, тогда как, если бы они держали их в секрете, предсказания могли бы сбываться с чрезвычайной точностью... Нонконформиста... мало волнуют точные значения „минимумов“ и „максимумов“ — он не пытается точно измерить величину подъемов и спадов, потому что знает, что надежной мерки не существует»⁹⁶.

⁹⁵ Критику «противоходного» инвестирования и других методов прогнозирования с мизесианской точки зрения см. в: *Browne H. Why the Best-Laid Investment Plans Usually Go Wrong*. New York: William Morrow, 1987.

⁹⁶ *Neill H. B. The Art of Contrary Thinking*. 4th ed. Caldwell, Idaho: Caxton Printers, 1954/1980.

Мизес и Хайек смогли предсказать кризис 1929—1933 гг. за много лет до того, как он случился. Это заняло много времени, потому что люди не знали ни их предсказания, ни их экономической теории. Если бы общая масса и люди, формирующие мнения, были последователями Мизеса и Хайека, крах случился бы раньше — или не случился бы вовсе (так как Федеральный резерв раньше прекратил бы инфляцию и фондовый рынок никогда не поднялся бы до таких высот).

Но мало кто знал австрийцев или обращал внимание на предсказателей судного дня. Хайек понял, что обвал неминуем, как только Федеральный резерв прекратил инфляцию в конце 1928 г., и заявил об этом в *малозаметной* публикации — она не появилась на первой странице *New York Times*. Точно так же до самого конца не пользовались широкой известностью люди типа Бэбсона и Харвуда. После начала действия фундаментальных экономических факторов — таких как прекращение роста денежной массы или повышение учетной ставки, время, которое понадобится для изменения тренда, часто определяется психологией людей: когда люди почувствуют изменения? Мизес писал: «Не наша задача исследовать эту проблему», но для спекулянта это является определяющим фактором⁹⁷. Хамфри Нейлл подчеркивает: «Мне кажется, что долгая история экономического прогнозирования ясно демонстрирует, что „психология“ и есть тот самый недостающий ключ»⁹⁸. В наши дни «противоходное» инвестирование является модным психологическим инструментом прогнозирования, но его очень трудно применять на практике, с чем столкнулись многие его приверженцы. И разумеется, если все скажут, «теперь мы все мыслим „против течения“», это будет просто-напросто внутренне противоречиво. Как отмечает Нейлл, простую идею о том, что следует «покупать, когда все продают», или наоборот, легче высказать, чем осуществить — она работает только в моменты слишком высокого курса ценных бумаг из-за масштабных покупок или слишком низкого курса из-за масштабных про-

⁹⁷ *Mises L. von.* “The Plight of Business Forecasting”. P. 17.

⁹⁸ *Neill H. B.* The Art of Contrary Thinking. P. 98

даж. «Публика права во *время* тенденции, но не права на *обоих* ее концах!»⁹⁹

Тем не менее до тех пор пока те, кто понимает внутренне устройство экономики, остаются вне основного течения общественного мнения, рациональная программа точного прогнозирования осуществима. Хайек и Харвуд в конце 1920-х годов это показали. Они не отделялись общими фразами, а сосредоточили свое внимание на конкретных факторах рынка, указывающих на то, что достигнута высшая точка: чистый экспорт золота, прекращение денежной экспансии в конце 1928 г., повышение учетной ставки летом 1929 г. и бешеный интерес широких кругов населения к Уолл-стрит в конце 1929 г., отражавшийся в высоких ставках по онкольным ссудам [high call rate on margin loans]. Разумеется, никто не в силах предсказать точную дату, но можно было сказать, что «в течение нескольких следующих месяцев» должно случиться что-то грандиозное. Как в случае с рождением ребенка, вы приблизительно знаете время, но не точно день или час.

С недавних пор, особенно после stravливания инфляционного пара в конце 1970-х годов, взгляды публики на денежные тенденции изменились. «Все мы теперь монетаристы!» — боевой клич наших дней. Кажется, что все следят за денежной массой — она стала новостью первых полос. В этом смысле, возможно, Мизес прав, и рынки быстрее реагируют на денежные изменения. Составители прогнозов должны ловить момент, когда перемены начинают носиться в воздухе и изменяются общие ожидания.

Было время, когда денежный взгляд на экономические события в целом игнорировался большей частью публики. Так, в 1920-х годах австрийским экономистам или приверженцам «здоровых денег» было относительно несложно предсказать катастрофическую депрессию тридцатых. Нетрудно было в эпоху инфляции и кейнсианства в 1960—1970-х годах горстке экономистов, придерживавшихся нетрадиционных взглядов на денежные проблемы, или сторонникам твердых денег предсказывать более высокие цены на золото

⁹⁹ Ibid. p. 44.

и девальвацию доллара. Каковы перспективы краха калибра 1929 г. сейчас, когда книга, дающая такой прогноз, находится в списке бестселлеров *New York Times*? Финансовый консультант Джозеф Грэнвилл пишет о «реинкарнации Роджера Бэбсона» в наше время¹⁰⁰. Но что произойдет, если в ток-шоу по телевидению начнут выступать десятки Роджеров Бэбсонов, предсказывающих экономический апокалипсис в ближайшем будущем?

Мы еще не достигли той точки, когда экономисты говорят: «Теперь мы все „австрийцы“!», но неожиданно-негаданно по всей стране появляется все больше и больше последователей Мизеса и Хайека. Однако я сомневаюсь, что кто-либо из них победит в каком-нибудь кейнсианском конкурсе красоты. Политические взгляды «австрийцев» и сторонников твердых денег никогда не будут популярны. Но это не значит, что их экономический анализ будет игнорироваться. Поэтому трудно предсказывать коллапс западной цивилизации в будущем. В данных обстоятельствах мы должны помнить гипотезу Мизеса, что события не происходят так, как мы ожидали. Если все прочитают алармистский трактат профессора Батры «Депрессия 1990-го года» и последуют его совету, то «крах» вполне может наступить много раньше 1990 г., если прав Мизес¹⁰¹. Тогда мы можем согласиться со словами Ньютона: «Я могу исчислить движение небесных тел, но не безумие людей»¹⁰².

¹⁰⁰ *Granville J.* The Warning: The Coming Great Crash in the Stock Market. New York: Freundlich Books, 1985. Pp. 304—310.

¹⁰¹ *Batra R.* The Great Depression of 1990. New York: Simon & Schuster, 1987. Батра, пессимистичный детерминист, нарушает все принципы прогнозирования — устанавливает конкретные даты, полагается на прошлые циклы для предсказания будущего (циклы, как признает Батра, не всегда повторяются) и т.д. Для того, чтобы избежать кризиса, он рекомендует, чтобы правительство установило налог на богатство и отменило произведенное Рейганом снижение предельных налоговых ставок. Действительно, такие меры вполне могут вызвать депрессию. Кстати, 19 октября 1987 г., всего через два дня после того, как эта книга была представлена на семинаре Мизеса в Нью-Йорке, действительно произошел крах фондового рынка.

¹⁰² *Band R. E.* Contrary Investing. New York: McGraw Hill, 1985. P. 15.