

**От глобальных дисбалансов
к «Великой депрессии»
(1914–1939)**

**От глобальных дисбалансов
к «Великой депрессии»
(1914–1939)**

С. З. Мошенский

London Xlibris 2014

Copyright © 2014 by С. З. Мошенский.

Library of Congress Control Number:	2014911309	
ISBN:	Hardcover	978-1-4990-8737-6
	Softcover	978-1-4990-8735-2
	eBook	978-1-4990-8736-9

All rights reserved. No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording, or by any information storage and retrieval system, without permission in writing from the copyright owner.

Any people depicted in stock imagery provided by Thinkstock are models, and such images are being used for illustrative purposes only.
Certain stock imagery © Thinkstock.

This book was printed in the United Kingdom.

Rev. date: 07/01/2014

To order additional copies of this book, contact:

Xlibris LLC

0-800-056-3182

www.xlibrispublishing.co.uk

Orders@xlibrispublishing.co.uk

516809

СОДЕРЖАНИЕ

Между двумя мировыми войнами: эпоха распада	9
<i>Первая глобализация</i>	11
<i>Начало войны и кризис 1914 г.</i>	20
<i>Мировой рынок ценных бумаг в годы войны</i>	32
<i>Взаимные долги участников войны</i>	33
<i>Золотой стандарт</i>	35
<i>Возникновение глобального дисбаланса золота</i>	39
<i>«Великий крах» и «Великая депрессия»</i>	39
США: нелегкая роль мирового кредитора	44
<i>Возрастание значения США</i>	44
<i>«Займы Свободы» и появление массовых индивидуальных инвесторов</i>	46
<i>«Дом Моргана» в годы войны</i>	49
<i>Начало «эпохи процветания»</i>	56
<i>Бум на рынке недвижимости</i>	59
<i>Рынок ценных бумаг 1920-х годов</i>	62
<i>Дисбаланс между быстрым ростом производства и медленным ростом потребления</i>	69
<i>Глобальный дефицит золота и политика ФРС США</i>	70
<i>Нарастание спекулятивного пузыря на рынке ценных бумаг</i>	75
<i>Предостерегающие голоса</i>	78
<i>Индивидуальные инвесторы во время бума</i>	79
<i>Финансовые пулы</i>	82
<i>Инвестиционные трастовые компании во время бума 1920-х годов</i>	84
<i>В преддверии краха</i>	88
<i>Биржевой крах 1929 г.</i>	92

«Великая депрессия»	99
Банковский кризис 1930–1931 гг.	101
Начало сенатского расследования деятельности Нью-Йоркской биржи.....	108
«Янки-облигации» и банкротство Айвара Крюгера.....	109
Избрание Франклина Рузвельта и новая волна банковского кризиса	113
Окончание периода экономического либерализма и «новый курс».....	116
Работа комиссии по расследованию причин биржевого краха и принятие законов о ценных бумагах.....	118
Реформы в ипотечном кредитовании.....	129
Оживление рынка 1935 г. и спад 1938 г.....	131

Германия: от плана Дауэса до Третьего рейха..... 137

Результаты войны и споры о репарациях.....	137
Гиперинфляция в Германии	139
Берлин 1920-х – «всемирный Вавилон»	141
Ялмар Шахт	142
План Дауэса.....	144
Экономический подъём 1920-х годов	146
План Юнга и спад в Германии	148
Крах венского банка <i>Creditanstalt</i>	151
Германия на грани кризиса: 1930–1933 гг.....	153

Великобритания: от Pax Britannica до «стерлингового блока»..... 163

Послевоенный спад.....	163
Попытки возвращения к золотому стандарту.....	166
Великобритания во время общего подъёма 1920-х годов	167
Банкротство Кларенса Хатри.....	168
Влияние биржевого краха 1929 г. на английский финансовый рынок	169
Отмена золотого стандарта.....	171
«Стерлинговый блок» и «Британское содружество»	175

Франция в годы подъёма 1920-х и «Великой депрессии».....	177
<i>Общие тенденции на рынке ценных бумаг Франции</i>	
<i>в начале XX века</i>	<i>177</i>
<i>Итоги войны.....</i>	<i>178</i>
<i>Финансовый кризис 1924 г. во Франции.....</i>	<i>179</i>
<i>Подъём середины 1920-х годов во Франции</i>	<i>181</i>
Причины и природа «Великой депрессии»	186
<i>Финансовые кризисы индустриальной эпохи.....</i>	<i>186</i>
<i>Международное сотрудничество и кризисы</i>	<i>188</i>
<i>Регуляция и дерегуляция финансовых институтов</i>	
<i>во время кризисов</i>	<i>190</i>
<i>Консолидация финансовой системы и кризисы.....</i>	<i>192</i>
<i>«Великая депрессия»</i>	<i>196</i>
Литература.....	205

Между двумя мировыми войнами: эпоха распада

Время между двумя мировыми войнами, «золотые 1920-е» и «Великая депрессия» 1930-х годов подвели черту под космополитическим миром «либерального оптимизма» эпохи Pax Britannica¹. Поколение, заставшее две эпохи – до и после Первой мировой войны, – хорошо ощущало этот контраст. Ушли в прошлое «мир без границ» периода расцвета Британской империи и глобализация с её верой в неостановимый прогресс, якобы несущий всем народам всё большую свободу и повышение качества жизни². Вся «старая Европа... с её богатством, свободной торговлей, изобилием товаров, высоким уровнем жизни и чувством личной безопасности», всё это «общество мысли, искусства и цивилизации»³ остались в ностальгических воспоминаниях. Недаром в это время «культуры, которая... находится в процессе завершения»⁴, модной стала книга «Закат Европы» Освальда Шпенглера, а новые физические идеи энтропии и распада атома превращались в культурные символы «эпохи, разлагающейся... на глазах»⁵.

Мало кто мог бы поверить, что этот «мир без границ» может исчезнуть. В 1909 г. британский журналист Норман Энджел в книге «Europe's Optical Illusion» убеждал читателей, что война экономически

¹ Понятие Pax Britannica («Британский мир») относится не столько к географическим границам Британской империи, сколько к целой эпохе, когда Британия определяла политическое и экономическое устройство мира. Подобным образом, вторую половину XX века называют Pax Americana из-за доминирующей роли США. Эпоха Pax Britannica связана с «первой» или «британской» глобализацией. На самом деле этот цикл глобализации был далеко не первым, но он более всего напоминал глобализацию в современном понимании.

² Gooch J. P. The Lessons of 1914–1918 / J. P. Gooch // Current History. – 1934, August. – P. 513–514, 516, 520.

³ Croce B. On Liberty / B. Croce // Foreign Affairs. – 1932, October. – P. 1–2.

⁴ Шпенглер О. Закат Европы. Очерки морфологии мировой истории. Гештальт и действительность / О. Шпенглер. – М.: Мысль, 1998. – С. 128, 628.

⁵ Иванов Г. Распад атома / Г. Иванов. – Париж: Дом книги, 1938. – lib.ru/RUSSLIT/IWANOWG/raspad.txt. Современники встретили пронизанную духом распада жизни книгу Георгия Иванова (известного в те годы русского поэта) с понятным отвращением, и она была надолго забыта в отличие от другой культовой книги тех лет – «Путешествие на край ночи» Луи Селина.

никому не выгодна и вероятность её возникновения минимальна. А если война в Европе и начнётся, считал он, то она будет недолгой и быстро закончится мирным соглашением⁶. Книга Энджела стала настолько популярной, что к 1913 г. было продано несколько миллионов её экземпляров и книгу перевели на многие языки. Действительно, никому не хотелось верить в возможность начала мировой войны. Но оптимистическим прогнозам Н. Энджела не суждено было оправдаться.

Перед войной, когда Лондон был признанным центром мировой финансовой системы, Великобританией были произведены иностранные инвестиции на сумму 20 млрд долларов и она была лидером в экспорте капиталов, контролируя 70% международных торговых кредитов. Франция перед началом войны вложила в других странах 9 млрд долларов, из них 5 млрд в Российской империи. Взаимосвязанность мировых финансовых рынков перед началом войны была настолько велика, а вероятность возникновения крупного военного конфликта казалась всем настолько малой, что инвесторы верили в безопасность мира и надёжность первой глобальной экономики, создававшейся целым поколением конца XIX – начала XX в. Но когда Первая мировая война разрушила многие торговые связи Европы и её контакты с остальным миром⁷, эта экономическая система быстро распалась, и чтобы восстановить нечто подобное по своим масштабам в 1990-е годы, потребовалось много десятилетий.

⁶ Angell N. Europe's Optical Illusion / N. Angell. – London: Simpkin, Marshall, Hamilton, Kent, 1910 – 126 p. (reprint: – London: Nabu Press, 2010). «В ведущих странах Старого Света 90-е годы XIX века были ознаменованы всплеском интереса военных теоретиков, экономистов и политиков к надвигающейся общеевропейской войне, которая, казалось, рано или поздно должна была вспыхнуть в результате прогрессирующего обострения экономического и политического соперничества между крупнейшими державами Европы... На несколько десятилетий, вплоть до августа 1914 года, прогнозы, расчеты и рассуждения, связанные с будущей “большой” войной, стали одним из заметных направлений в развитии военной, экономической и общественно-политической мысли Германии, Великобритании, Франции, Австро-Венгрии» (Блиох И. С. Будущая война в техническом, экономическом и политическом отношениях / И. С. Блиох. – СПб, 1898. – Т. 4. – С. 6).

⁷ Эти связи были разрушены не только за счёт военных действий, но и в результате возросшей тенденции к изоляции стран Европы, всё больше отгораживавшихся друг от друга торговыми барьерами. Вследствие этого европейская международная торговля, в 1913 г. составлявшая 40% мировой, значительно сократилась до 28% в 1938 г.

Первая глобализация

К началу Первой мировой войны мир Belle Epoque был одновременно и глобализированным, и разобщённым. Расовые и национальные стереотипы тогда не считались предрассудками, а слово «колониализм» употреблялось почти в том же смысле, как сто лет спустя «глобализация». Когда Лондон был признанной финансовой столицей мира, финансовая система, основанная на золотом стандарте, казалась прочной и непоколебимой, хотя и тогда у нарастающих процессов глобализации и либерализации движения капиталов было немало противников, призывавших к протекционизму в торговле.

Для живших в то время это была действительно Belle Epoque – «прекрасная эпоха» с периодом общего экономического подъёма в 1890–1914 гг. и расцветом среднего класса, пользовавшегося потребительскими благами этого подъёма, – эпоха, которую Стефан Цвейг, оглядываясь в прошлое из тревожного и мрачного времени 1930-х годов назвал «вчерашним миром» – миром либерального космополитического оптимизма, навсегда оставшимся в прошлом в преддверии приближающейся новой мировой войны. Символами того безмятежного времени стали кафе на парижских бульварах, мода на абсент, популярный в те годы бразильский театр «Амазонас» и знаменитый лайнер «Титаник».

За счёт экспорта европейского капитала потоки инвестиций охватили своей сетью все континенты: капиталы вкладывались в плантации каучука в Малайе и хлопка в Египте, металлургические заводы в Российской империи, выращивание пшеницы в Канаде, разведение скота в Аргентине, добычу золота и алмазов в Южной Африке; в постройку Панамского и Суэцкого каналов, морских портов в Индии, железной дороги Берлин–Багдад и многие другие подобные проекты. Мировые потоки капитала контролировались связанными между собой знаменитыми финансовыми династиями Barings, Brown Shipley, Hambros, Kleinworts, Lazards, Morgan Grenfell, Rothschilds, Schroeders и другими.

Время в конце XIX – начале XX в. стало периодом кульминации глобализационных процессов, начавшихся вскоре после наполеоновских войн. Рост глобализации был многосторонним – международная торговля, экспорт капитала, трудовая миграция, обмен информацией и т. п.), оказывая глубокое влияние и на мировую, и на европейскую

экономики⁸. Особое значение в формировании системы торговых маршрутов «первой глобализации» имели порты Атлантического океана, связавшие Великобританию, Францию, Испанию, Португалию и другие европейские страны со Средиземноморьем, Африкой, Северной и Южной Америкой⁹.

Две трети британского капитала инвестировались в других странах, и на Лондонской бирже перед войной обращались облигации 57 стран¹⁰. Портфели ценных бумаг крупных финансовых компаний поражали своей географической диверсификацией – так, лондонская компания «N. M. Rothschild & Sons» перед началом войны вкладывала капиталы в ценные бумаги многих стран мира. Это были правительственные облигации Венгрии, Германии, Египта, Испании, Италии, Норвегии, Турции, Чили, Японии, а также одиннадцати железнодорожных компаний (из них четыре аргентинских, две канадских, одна китайская).

Ценные бумаги всех стран мира были доступны не только для крупных компаний, но и для рядовых мелких инвесторов, особенно в Лондоне, где издавались даже руководства для мелких инвесторов по выгодному вложению сбережений в иностранные бумаги¹¹. По словам Кейнса, обычный житель Лондона мог без всякого труда и риска для себя вложить капиталы в разных частях мира в новые предприятия или в добычу природных ресурсов, получая свою часть прибыли¹².

⁸ В 1870 г. зарубежные активы составляли 7% мирового ВВП, в 1900–1914 – почти 20%. В дальнейшем объём зарубежных активов значительно сократился и в 1930 г. составлял 8%, в 1945 г – 5%, в 1960 г – 6% и только в 1980 г. вырос до 25% (в 1990 г. до 49% и в 2000 г. до 92%). В Великобритании в 1913 г. в иностранных активах (преимущественно ценных бумагах) находилось 32% ВВП. На протяжении 40 лет зарубежные британские инвестиции достигали 30% сбережений, и около 4% ВВП ежегодно направлялось на формирование иностранных активов, что по сравнению с другими странами было беспрецедентным явлением (Кембриджская экономическая история Европы Нового и Новейшего времени. В 2 т. Т. 2. 1870 – наши дни. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2013. – С. 22–23).

⁹ *Atlantic Ports and the First Globalization, 1850–1930* / Ed. by M. S. Bosa. – N. Y.: Palgrave – Macmillan, 2014. – P. VII–VIII, 16.

¹⁰ Davis L. E. *Mammon and the Pursuit of Empire: The Political Economy of British Imperialism, 1860–1912* / L. E. Davis, R. A. Huttenback. – Cambridge: Cambridge University Press, 1988. – P. 46.

¹¹ Lowenfeld H. *Investment practically considered* / H. Lowenfeld. – London: The Financial review of reviews, 1909; Lowenfeld H. *The Investment of Trust Funds in the Safest and Most Productive* / H. Lowenfeld. – London, 1911 (reprint – Nabu Press, 2012).

¹² Keynes J. M. *The Economic Consequences of Peace* / Keynes J. M. – Los Angeles: Indo-European Publishing, 2010. – P. 6.

Надёжность ценных бумаг колоний для британских инвесторов обеспечивалась законом «О колониальных займах» («Colonial Loans Act», 1899) и законом «О колониальных акциях» («Colonial Stock Act», 1900), по которым облигации колоний имели те же гарантии, что и британские консоли – бессрочные государственные облигации. Причина привлекательности колониальных бумаг для британских инвесторов была не только в этом: Британская империя насаждала в своих колониях и странах, косвенно от неё зависящих, свою систему законов и институтов, в основном касающихся защиты прав собственности, а также свободной торговли. Поэтому принудить к уплате заёмщика из колоний было проще, чем из независимых стран Европы. Далёкая Родезия могла разместить в Лондоне облигации, по надёжности мало чем отличающиеся от британских. Поэтому не удивительно, что инвестор из Лондона вполне мог предпочесть облигации Нигерии, не гарантированные британским правительством, облигациям Лондонско-Северовосточной дороги (London and North-Eastern Railway).

До начала Первой мировой войны в 1914 г. центром притяжения в мировой финансовой системе была экономика Британской империи, хотя по таким показателям, как объём ВВП и ВВП на душу населения, она к концу XIX в. перестала быть лидирующей и её обогнала экономика США. В 1870 г. британский ВВП (в долларах 1985 г.) составлял 82 млрд, ВВП США – 90 млрд; в 1913 г. – 184 млрд и 472 млрд долларов. По такому показателю, как ВВП на душу населения, в 1870 г. Великобритания (2610 долларов) ещё несколько опережала США (2247 долларов), но к 1913 г. заметно отстала (4024 долларов против 4854 долларов в США)¹³. Перестала лидировать Великобритания и по объёму промышленного производства – в 1880 г. её обогнали США, а в 1905 г. Германия.

В начале XX в. британское лидерство сохранялось в международной торговле и в сфере финансов. Объём международной торговли Великобритании в 1913 г. достигал 13% общемирового, а её торговый флот был крупнейшим в мире. Большая часть взаиморасчётов по торговым операциям проходила через Лондон¹⁴. Кроме того, Великобритания была лидирующим экспортёром капитала (42% мирового экспорта капитала), большая часть которого поступала в страны Северной

¹³ Maddison A. *Dynamic Forces in the Capitalist Development* / A. Maddison. – Oxford: Oxford University Press, 1991. – 6–7, 199.

¹⁴ Crouzet F. *Commerce extérieur et empire: L'Expérience britannique du libre-exchange a la Première Guerre mondiale* / F. Crouzet // *Annales ESC*. – 1964. – Vol. 19/2. – P. 281–310.

и Южной Америк. В начале XX в. британский фунт стерлингов был основной международной торговой и резервной валютой, представляя собой основу системы золотого стандарта. В то время для всех было очевидно, что лондонский Сити – финансовый центр мира, где можно найти наиболее широкий набор финансовых услуг по выпуску и организации размещения облигаций иностранных займов, кредиты для финансирования международных торговых операций и любые другие кредиты, широкий выбор страховых услуг для товарных и финансовых операций, услуги аудита и всевозможные юридические услуги.

Несмотря на такое явное доминирование лондонского Сити, британские финансовые институты и банки не были крупнейшими в мире (хотя и входили в группу крупнейших). Французские банки нередко превосходили их по размеру и по количеству филиалов в различных странах мира, а также по объёмам размещаемых иностранных займов (в особенности займов Российской империи). В то же время французские банки гораздо больше, чем британские, были связаны с государством, усиливая этим его финансовый потенциал, а иностранные инвестиции Франции (20% мирового экспорта капиталов) были гораздо больше связаны с политикой государства, чем в Великобритании. Франк считался второй резервной валютой, а Банк Франции с его значительными золотыми запасами был одной из важнейших опор мировой финансовой системы эпохи золотого стандарта. Париж как финансовый центр долгое время боролся за первенство, но к началу XX в. пришлось признать, что он уступает Лондону.

На третьем месте по финансовому влиянию в эпоху первой глобализации была Германия (13% общемирового объёма иностранных инвестиций). Крупные немецкие универсальные банки (с которым обычно ассоциировалась в то время Германия) проводили успешную политику расширения сферы своего влияния, открывая многочисленные отделения по всему миру.

На четвёртом месте была финансовая система США, в начале XX в. крупнейший держатель иностранных ценных бумаг (8% общемирового объёма). Однако Нью-Йорк, ставший крупным финансовым центром, до начала Первой мировой войны всё ещё больше ориентировался на роль реципиента европейского капитала, чем экспортера.

Крупным реципиентом капитала была Российская империя, где Петербург стал значительным финансовым центром (три наиболее влиятельных петербургских банка – Русско-Азиатский, Международный коммерческий и Торгово-промышленный – входили в 30 основных банков мира), а капитализация Петербургской биржи была большей,

чем капитализация Берлинской биржи. Российскую империю по темпам роста в начале XX в. нередко сравнивали со США, хотя это сравнение было уместно разве что в отношении темпов экономического роста. Российская империя гораздо больше зависела от иностранного капитала, особенно от французского, а чрезмерная роль государства в управлении экономикой постоянно отклоняла эволюцию этой крупной финансовой системы в сторону от рыночных принципов.

Другие страны обладали меньшим экономическим и финансовым потенциалом, хотя в эпоху экспорта капитала сформировались новые, динамично развивающиеся финансовые центры в Азии – Гонконг, Шанхай, Йокогама, Бомбей и Калькутта. Рост этих центров был связан с деятельностью могущественных торговых компаний, преимущественно британских, и с созданием новых банков, некоторые из них (в особенности Шанхайский) проводили вполне самостоятельную региональную политику.

Ни кризис Бэрингов, ни американский кризис 1907 г., ни даже предвоенный кризис 1914 г. существенно не изменили состояние мировой финансовой системе. Изменилась эта расстановка только за годы Первой мировой войны, когда быстро возросло значение США. Из должника с долговыми обязательствами в 3 млрд долларов в 1913 г. к концу войны США превратились в кредитора, и к 1919 г. другие страны были должны им 4,5 млрд долларов¹⁵. Так возникла новая расстановка сил на мировых финансовых рынках, определившая всю финансовую политику 1920-х годов.

Это был период первой реальной и вполне успешной глобализации, основанной на золотом стандарте. В 1870–1913 гг. экспорт из основных развитых стран рос в среднем на 6% в год, беспрецедентные масштабы приобрела трудовая миграция: в 1881–1915 гг. из Европы уехало 32 млн человек, преимущественно в США, совокупные иностранные инвестиции достигли к 1914 г. огромной по тем временам суммы – 9,5 млрд фунтов¹⁶.

¹⁵ Feinstein C. Private International Capital Flows in Europe in the Interwar Period / C. Feinstein, K. Watson // *Banking, Currency and Finance in Europe between the Wars* / Ed. Feinstein C. – Oxford: Clarendon Press, 1995. – P. 98.

¹⁶ Capie F. Disintegration of the International Economy Between the Wars / F. Capie // *The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today* [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 140

Если сравнить эту сумму, соответствовавшую по курсам 1913 г. 46,33 млрд долларов (1 трлн долларов по курсам 2008 г.)¹⁷, с объёмом совокупных иностранных инвестиций в 2008 г. (1,7 трлн долларов по официальным данным UNCTAD)¹⁸, то можно оценить весь масштаб инвестиционных потоков капитала в эпоху «первой глобализации», не намного отстававших от времени «второй глобализации».

Вся история мировой финансовой системы в конце XIX – начале XX в. была подчинена общей тенденции нарастания глобализации, и к началу XX в. сформировалась в большой степени интегрированная мировая экономика, объединённая потоками капиталов, товаров и мигрирующей рабочей силы.

В то время глобализация и сопровождавшая её интеграция рынков капитала, товаров и труда в различных странах были не меньшими, чем в конце XX в., а в некоторых своих проявлениях, возможно, даже и большими. Свободных капиталов для инвестирования в различных странах было более чем достаточно. Трудовая миграция в начале XX в. была интенсивнее, чем в начале XXI. В 1910 г. 14% граждан США родились за пределами своей страны, в 2003 – 12%¹⁹. В начале XX в., до начала Первой мировой войны миллионы жителей Европы переселились в другие страны – многие по личным причинам, но чаще по экономическим. Вместе с экспортом капитала и переносом производства в колонии (прежде всего из Великобритании в Индию) начался и экспорт трудовых ресурсов²⁰.

Насколько устойчива была либеральная мировая экономика начала XX века? И могла бы глобализация продолжаться, если бы Первая мировая война не прервала этот процесс, либо в ней самой были такие действующие силы, которые всё равно бы подорвали мировую

¹⁷ US Inflation Calculator. – www.usinflationcalculator.com.

¹⁸ Мировой объём иностранных инвестиций в 2009 г. упал на 39% – до 1 трлн долл. – <http://news.finance.ua/ru/~1/0/all/2010/01/20/184571>.

¹⁹ Chiswick B. International Migration and the Integration of Labor Markets / B. Chiswick, T. Hatton // *Globalization in Historical Perspective* [Ed. M. Bordo]. – Chicago: University of Chicago Press, 2007. – P. 65–120.

²⁰ Процессы миграции были прерваны началом войны, а также принятием в 1920-е годы более жёсткого иммиграционного законодательства в США. С 1901–15 гг. из Европы в США, Канаду и другие страны Америки ежегодно уезжало 1,3 млн человек, в 1916–20 гг. – 0,4 млн, в 1920-е годы – 0,6 млн ежегодно (всего в двадцатые годы уехало 6–7 млн человек). В 1930-е годы, во время депрессии миграция из Европы сократилась до 130–140 тыс. в год. (Фишер В. Европа: экономика, общество и государство. 1914–1980 / В. Фишер. – М.: Владос, 1999. – С. 49).

экономическую интеграцию независимо от войны? Сама глобализация породила сильное сопротивление «миру без границ», в котором размывалась власть и влияние национальных государств, вызвав волну экономического национализма, протесты против трудовой миграции и призывы к протекционизму в торговле²¹.

Сопротивление процессам глобализации в значительной мере подтолкнуло к Первой мировой войне, ставшей реакцией на ослабление влияния национальных государств из-за интеграции рынков капитала. Не случайно границы начали закрываться, а импортные тарифы расти ещё задолго до 1914 г., с начала XX в. Слишком много было консервативно настроенных противников глобализации, включая европейских землевладельцев и производителей сельскохозяйственной продукции, которым был совершенно не нужен её импорт из Канады, Аргентины или других удалённых развивающихся стран, несмотря на общую экономическую выгоду.

Дж. Кейнс был одним из немногих, кто осознавал реальное значение происходящего, – война прервала начавшиеся с конца XIX в. процессы глобализации, интеграции финансовых рынков и формирования общемирового рынка ценных бумаг. «Каким замечательным был период экономического прогресса человечества нашего времени – период, закончившийся в августе 1914 года!» – написал он в работе «Экономические последствия мира»²².

«Мы совершенно не чуяли беды или, наоборот: тщательно скрывали от беспечной нации тайное знание и пророческие предвиденья... Правительства и парламенты того времени не верили в приближение большой войны и твёрдо намеревались предупредить подобное развитие событий, но мрачные предположения постоянно владели умами министров и время от времени напоминали о себе тревожными

²¹ Негативная реакция на глобализацию начала проявляться ещё с 1870-х годов. Если в середине XIX в. все в целом позитивно относились к идее свободной торговли и снижению торговых издержек, то затем стало приходить понимание, что свободная торговля нередко оказывается невыгодной для многих местных производителей, усиливая конкуренцию со стороны импортных товаров. В Германии в 1879 г. Бисмарк ввел протекционистские тарифы на продукцию сельского хозяйства и промышленности; тарифы были повышены во Франции в 1880 и 1892 г., Швеции в 1888 и 1892 г.; в Италии в 1878 и 1887 г. Усилилась протекционистская политика и в других странах, в частности, в Австро-Венгрии и Испании.

²² Keynes J. M. *The Economic Consequences of Peace* / Keynes J. M. – Los Angeles, Indo-European Publishing, 2010. – P. 6.

событиями и тенденциями». Было понятно, что «рост градуса мирового противостояния приведёт к пертурбациям на финансовых биржах»²³.

В 1914 г. с началом Первой мировой войны (в которой участвовало 30 государств и погибло 10 млн человек) глобальная экономика была разрушена, а какие-либо остатки глобализации полностью исчезли во время Второй мировой войны, в которой участвовало 60 государств и погибло 45 млн человек. Обе эти войны были частью одного процесса, связанного с борьбой основных европейских стран за сферы влияния в мире. Глобализация делала страны более открытыми, повышая их уязвимость и взаимозависимость (в частности, от поставок сырья и товаров). В этом смысле Первая мировая война стала косвенной реакцией на глобализацию начала XX в.

После Первой мировой войны стали очевидны пределы глобализации и ограниченность её возможностей. Начался длительный и болезненный процесс дезинтеграции этой глобальной экономики. Не только война стала причиной этого, но и реакция национальных государств на стирание экономических границ и ослабления власти этих государств.

Хотя, по словам Дж. Хикса, «не хотелось бы подписываться под предположением о невозможности решить глобальные проблемы в течение короткого времени», необходимо признать, что «привязанность к своему родному народу, к среде обитания слишком близка сердцу каждого человека, чтобы стремиться к растворению всех стран в едином глобальном мире». Нации и составляющие их группы являются социальными единицами, «обладающими высокой ценностью, и бросить их в общий плавильный котёл означало бы большую потерю. Поэтому предпочтительным является такое развитие... которое совместимо с сохранением национальной и социальной самоидентификации». Но даже и такая задача, экономически более сложная, «не является неразрешимой». Было время, когда движение к этой цели казалось «вполне сложившейся и преобладающей тенденцией». Это было в эпоху свободной торговли и первой глобализации конца XIX – начала XX вв. «Если бы это движение продолжалось непрерывно, мы могли бы ожидать постепенного увеличения числа развитых стран и неуклонного уменьшения числа стран, отставших в своём развитии или вообще оказавшихся вне его рамок». В действительности же процессы глобализации начали ослаблять позиции развитых стран.

²³ Черчилль У. Мировой кризис. Кн. 1 (1911–1914) / У. Черчилль. – www.on-island.net/History/Churchill/WorldCrisis/WWC_book_1.htm.

И если Великобритания вначале была «мастерской всего мира», то после подъёма США и Германии она стала всего лишь одной из индустриальных стран, подобных другим. А по мере того как на мировых рынках товаров и капитала всё большее значение приобретали Япония и Российская империя, начинали ослабляться германские и американские позиции. Поэтому «в мире, разделённом на национальные государства, экономический рост и включение всего человечества в рамки развитого мира не могли обойтись без политических последствий»²⁴.

Рост экономического национализма, увеличение ограничений со стороны торговых тарифов на фоне нарастающей экономической депрессии 1930-х годов – всё это привело к тому, что к началу Второй мировой войны от глобальной экономики начала XX в. мало что осталось, если и осталось что-либо вообще.

Однако сама идея такой интегрированной экономической системы не была забыта, оставаясь привлекательной для многих. Незадолго до окончания Второй мировой войны на Бреттон-Вудской конференции 1944 г. были заложены основы новой мировой финансовой системы и начался новый цикл глобализации. В этом смысле общая траектория финансовой истории XX в. напоминает латинскую букву U – откат глобализации после Первой мировой войны, достижение точки максимальной дезинтеграции в конце 1930-х годов и начало длительного процесса восстановления единства глобального финансового рынка.

В конце XIX в. мировые финансовые рынки обходились без международных финансовых институтов, сравнимых с теми, которые были созданы после Второй мировой войны. Регулирование рынков капитала осуществлялось за счет самой системы золотого стандарта и политики центральных банков. В межвоенные 1920–30-е годы начали предприниматься попытки создания таких институтов (одной из наиболее известных было появление «Банка международных расчётов» – «Bank of International Settlement», BIS, – существующего и сейчас), но коллапс мировой финансовой системы во время «Великой депрессии» 1930-х годов свёл на нет и все эти попытки.

Одной из наибольших проблем межвоенного периода, когда происходил откат глобализации, было сокращение объёмов мировой торговли. Если в XIX – начале XX в. основным защитником идей

²⁴ Хикс Д. Теория экономической истории / Д. Хикс. – М.: НП «Журнал Вопросы Экономики», 2006. – С. 203–205.

свободной торговли была Великобритания, то в 1930-е годы ослабление британского влияния стало уже очевидным для всех.

А США, под впечатлением биржевого краха 1929 г. и нарастающих проблем в американской экономике, стали первым и основным инициатором ограничения свободной торговли, приняв закон Смута-Хоули. Должны были произойти многие события, не столько экономические, сколько политические, пока США, окрепшие после окончания Второй мировой войны, не сменили свою позицию, взяв на себя роль Великобритании и став основным пропагандистом свободной торговли.

Начало войны и кризис 1914 г.

Перед войной «мир надеялся на длительный период... процветания. Будущее представлялось в светлых красках, и никто не мог предположить, что мы вступаем в период борьбы, главным побудительным мотивом которой будет стремление одной-единственной мировой державы к господству и доминирующему влиянию»²⁵.

После убийства в Сараево, столице Боснии, австрийского эрцгерцога Франца Фердинанда 28 июня 1914 г. Австрия объявила войну Сербии. Россия выступила в поддержку балканских народов и начал разгораться давно назревавший конфликт. Многие современники думали, что военные действия будут длиться недолго, и мало кто мог представить реальные масштабы и последствия войны, ставшей Первой мировой.

На мировых финансовых рынках месяц после убийства в Сараево было спокойно: все считали конфликт частным и местным, не имеющим отношения к глобальным потокам капитала. Но когда ближе к концу июля 1914 г. инвесторы стали понимать, что вероятность крупной войны нарастает, ликвидность ценных бумаг стала снижаться. Наиболее опытные из инвесторов начали избавляться от ценных бумаг, превращая их в наличные деньги, и курсы акций и облигаций стали падать. В первую очередь все старались избавиться от ценных бумаг Российской империи – потенциального участника войны, а также от бумаг США. Соответственно, начали падать курсы рубля и доллара, а франка и британского фунта – расти.

²⁵ Черчилль У. История англоязычных народов. В. 4. Т. 4. / У. Черчилль. – Екатеринбург: Гонзо, 2012. – С. 413.

Когда 28 июля 1914 г. началась Первая мировая война (длившаяся до 11 ноября 1918 г.), политический кризис вызвал кризис финансовый. К концу июля на мировых финансовых рынках уже была полномасштабная паника. 27 июля начали закрываться фондовые биржи в Берлине, Вене, Будапеште, Брюсселе, Петербурге, Париже.

Начало Первой мировой войны стало для мировой финансовой системы глубочайшим стрессом, гораздо большим, чем любые финансовые кризисы. Сокращение активности на товарных рынках и рынках ценных бумаг, закрытие бирж, инфляция, отмена конвертации валют и, главным образом, прекращение движения международных потоков капитала – все это радикально изменило состояние мирового финансового рынка. Войну, строго говоря, нельзя было называть финансовым кризисом, она привела к почти полному коллапсу финансовой системы, продолжавшей функционировать в странах, участвовавших в войне, только лишь потому, что она вынуждена была функционировать. Хотя сокращение финансовых рынков в начале войны обычно не включают в перечень локальных или глобальных финансовых кризисов, в действительности эти события оказались гораздо более серьёзными, чем многие из кризисов. Никогда до того (как и никогда после – до сентября 2008 г.) мировая финансовая система не была так близка к коллапсу, нуждаясь в срочном вмешательстве со стороны государства для её стабилизации.

Причины событий 1914 г. на финансовых рынках были иными, чем причины кризисов, – паника была вызвана не предшествовавшим бумом, спекулятивным ростом курсов бумаг и т. п., а началом крупномасштабной мировой войны. Что же касается последствий паники 1914 г., то они были более серьёзными, чем последствия любого кризиса: вызванная военными долгами экономическая нестабильность 1920-х годов, распад системы золотого стандарта и, в конечном счёте, «Великая депрессия» 1930-х годов.

Нельзя сказать, что война была полной неожиданностью для финансовых элит – о возможности масштабной войны слишком много говорили и писали в 1910-е годы. В финансовых кругах хорошо понимали, что активность рынков ценных бумаг, как и мировых потоков инвестиционного капитала, расцветает в годы мира, а не тогда, когда нависает угроза войны. Но многие считали, что войны всё же удастся избежать. 22 июня, когда Австрия уже направила ультиматум Сербии, Ротшильды заявляли, что ничего страшного не происходит и войны не будет. Но через шесть дней, 28 июля, Австро-Венгрия объявила войну

Сербии, а через неделю вся Европы была охвачена войной. Даже после 28 июня 1914 г. и после убийства в Сараево австрийского эрцгерцога Франца Фердинанда, в Лондоне Ротшильды были настолько заняты подготовкой к размещению крупного бразильского внешнего займа, что почти месяц осознали реальность угрозы приближения войны.

Для многих война оказалась полной неожиданностью. «Война была как гром, грянувший среди ясного неба, и никто не был к этому готов», – говорил Гаспар Фаррер, партнёр банкирского дома братьев Бэринг²⁶. Внутренняя неподготовленность к возможности войны объясняет панику, возникшую в финансовых кругах, когда война всё же началась. К концу июля эта паника охватила все финансовые центры. Везде события разворачивались по одной схеме: инвесторы начинали беспокоиться о ликвидности имеющихся у них бумаг; затем наступал коллапс бирж и их закрытие. Начиналось массовое изъятие вкладов в банках, банки требовали возврата выданных кредитов, возрастал отток золота из национальных финансовых рынков, росли учётные ставки и повышался риск неплатежей. Затем начались банкротства и, наконец, настал полный коллапс системы кредитно-финансовых услуг.

В наибольшей мере кризис 1914 г. коснулся Лондона – финансовой столицы мира. Значение кризиса в Лондоне было связано с тем, что в 1914 г. Лондонская биржа была крупнейшим в мире рынком ценных бумаг. Номинальная стоимость котировавшихся бумаг достигала 11,3 млрд фунтов – больше, чем на Парижской и Нью-Йоркской биржах вместе взятых²⁷. С точки зрения сегодняшнего дня кризис 1914 г. оказался – во всяком случае, для лондонского Сити – наиболее серьёзным и системным из всех, которые когда-либо переживал Лондон с 1866 г. по 2007–2008 гг., так как этот кризис угрожал полностью разрушить весь финансовый рынок вместе с рынком ценных бумаг. Это не был классический финансовый кризис с раздуванием кредитного пузыря, со спекулятивной эйфорией и т. п., и вызван он был не циклическими колебаниями финансового рынка, а сугубо политическими причинами – угрозой начала крупной войны в Европе.

Первая, наиболее драматическая, стадия кризиса была с 24 июля по 31 августа, и она отмечалась коллапсом трёх ключевых лондонских

²⁶ Kynaston D. The City of London. 2 vols. Vol. 2. Golden Years. 1890–1914 / D. Kynaston. – London: Chatto and Windus, 1995. – P. 610.

²⁷ Cassis Y. Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005 / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 2006. – P. 98.

финансовых рынков – валютного, вексельного и рынка ценных бумаг. Вторая стадия кризиса, с 1 по 6 августа, была связана с попытками стабилизировать ситуацию и повысить ликвидность банков, для чего была поднята учётная ставка. Банки, не работавшие пять с половиной дней (для лондонского Сити случай беспрецедентный), стали открываться с 7 августа. Третья стадия, период восстановления, началась 8 августа и длилась пять месяцев.

Начало кризиса на Лондонской бирже было отмечено паническими продажами ценных бумаг. Все хотели получить наличные деньги, и цены на акции стремительно падали. На лондонском рынке в это время преобладали облигации – не только государственные, но и корпоративные (преимущественно железнодорожные). С 1891 по 1910 г. 68% всех выпускавшихся бумаг были долговыми. Эту тенденцию усилил четырёхлетний бум южноафриканских бумаг горнодобывающих предприятий, размещавшихся в 1895–1898 гг. в Лондоне. Симпатии инвесторов к долговым бумагам были понятны: их прибыльность была подвержена меньшим колебаниям, чем прибыльность дивидендных бумаг. Лидировали среди долговых бумаг британские государственные облигации – «консоли», которые называли тогда «главной ценной бумагой мира»²⁸. Однако по мере общего падения курсов даже цена консолей с 20 по 30 июля 1914 г. снизилась с 75,8 до 69,0 фунтов. Темпы падения были почти по одному фунту в день, чего никогда до того не было; кроме того, после 1821 г. курс консолей ни разу не опускался ниже 70 фунтов.

Так же быстро снижались за эти дни курсы и других бумаг, особенно акций железных дорог: Great Eastern – с 48,0 до 42,0 фунтов; London & South Western – со 113,0 до 105,0; Great Western – со 115,0 до 108,0; Great Northern – с 85,5 до 82,0; London & North Western (привилегированные) – со 128,5 до 121,0. Ещё быстрее снижались курсы иностранных бумаг: Brazilian Traction – с 76,8 до 57,0; Rio Tinto Copper – с 67,8 до 52,0; Canadian Pacific – со 192,0 до 164,0 фунтов²⁹. Общий индекс рынка ценных бумаг, определяемый журналом «Bankers' Magazine» на основании динамики курсов 387 основных бумаг с 20 по 30 июля, снизился на 5,6%, что с

²⁸ Shut the Stock Exchange // Financial News. – 1914. – 29 July.

²⁹ Roberts R. Saving the City. The Great Financial Crisis of 1914 / R. Roberts. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 13. – Table 1.

начала издания журнала в 1907 г. было рекордным по своим темпам падением³⁰.

Как и следовало ожидать, наибольшим было падение переоценённых спекулятивных бумаг (преимущественно бумаг некоторых горнодобывающих компаний – Rio Tinto Copper и др.). Но и государственные облигации, как британские, так и иностранные, снизились в общем на 6,4%. Британские железнодорожные акции упали в цене на 5,1%, иностранные – на 5,9% (американские железнодорожные акции – на 8%, что отражало снижение их общей международной ликвидности в условиях угрозы начала войны). Железнодорожные облигации оказались более устойчивыми (британские снизились на 2,8%, далекие от прямого влияния событий в Европе американские и индийские железнодорожные облигации – всего на 0,8 и 0,5%³¹).

Такое быстрое снижение курсов на лондонской бирже имело далеко идущие последствия для всего мирового рынка ценных бумаг: лондонский рынок был в 1914 г. в высокой степени глобализованным, иностранных бумаг (по сумме их номинальной стоимости) было более половины. Снижение курсов коснулось и многих «межбиржевых» бумаг и «международных спекулятивных акций», как их называл обозреватель журнала «The Economist», затрагивая интересы многих инвесторов³².

Кризис 1914 г. затронул всех участников биржи, в особенности брокеров и джобберов. Падение курсов вызвало многочисленные банкротства биржевых брокеров, бравших кредиты под залог акций. Брокеры выполняли заказы по покупке-продаже ценных бумаг клиентов, которые не были членами биржи, а джобберы специализировались на определённых типах бумаг, принимая заказы брокеров на покупку или продажу. К началу кризиса и у брокеров, и у джобберов на руках оказались значительные капиталы – авансы на покупку бумаг. К концу июля 1914 г. для обслуживания заказов на покупку бумаг было взято краткосрочных кредитов на 81 млн фунтов (преимущественно в крупнейших лондонских банках и представительствах известных иностранных банков). Начало кризиса и закрытие биржи поставили эти кредиты под угрозу, так как они были обеспечены залогом ценных бумаг, с рыночной стоимостью на 10–20% выше объёма кредита (такая практика

³⁰ Stock Exchange Values // Financial Times. – 1914. – 27 August.

³¹ Roberts R. Saving the City. The Great Financial Crisis of 1914 / R. Roberts. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 12–13.

³² Financial Situation at Home at Abroad // The Economist. – 1914. – 1 August.

была в то время обычной). С началом быстрого снижения курсов акций их реальная стоимость оказалась ниже, чем объём кредитов, за которые эти акции были куплены³³.

На руках у брокеров оказались значительные капиталы зарубежных клиентов, переданные брокерам для приобретения на Лондонской бирже заказанных ими ценных бумаг. С началом войны эти заказы оказались невыполнимы. Помимо этого, члены лондонской биржи были должны 60 млн фунтов банкам и 20 млн фунтов другим финансовым организациям. Банки, в свою очередь, выдали крупные кредиты под залог акций – их сумма достигала 250 млн фунтов. Попытки некоторых банков избавиться от крупных пакетов таких акций создали для них риск банкротства, порождая цепную реакцию дестабилизации.

Выход был один – закрыть Лондонскую биржу, что и было сделано 31 июля 1914 г. (открылась биржа только 4 января 1915 г.). «Биржа закрыта до последующих распоряжений»³⁴, – сообщала «The Globe» в пятницу, 31 июля 1914 года. О закрытии Лондонской биржи было объявлено в 10.15 утра, когда в зале присутствовало только 40 человек из 5 тысяч членов биржи (активные торги обычно начинались с 11 часов). По словам «Daily Mirror», «всё прошло спокойно без малейших признаков паники»³⁵. В зале убрали и на каждом входе поставили по паре полицейских. Но вскоре возле на Throgmorton Street возле здания биржи стала собираться толпа брокеров, «напоминающая потревоженных муравьёв»³⁶. Через несколько часов толпа настолько увеличилась, что по улице уже нельзя было пройти. Выражение лиц у всех было как на похоронах³⁷. «Никогда ещё на этой улице не было такого драматического дня, потому что никогда биржа не закрывалась кроме как на обычные выходные»³⁸.

В Лондоне после закрытия биржи облигациями торговали на улице, и к концу 1914 г. они значительно упали в цене: австрийские на 23%, французские на 13,2%, британские на 9,3%, российские на 8,8%. Британские инвесторы, вложившие в начале войны свои капиталы в облигации – консоли или облигации военных займов, – к 1920 г. потеряли

³³ The Loan Positions of the Stock Exchange // The Economist. – 1914. – 19 October.

³⁴ Animated Scenes at the Stock Exchanges // The Globe. – 1914. – 31 July.

³⁵ No Panic // Daily Mirror. – 1914. – 1 August.

³⁶ The Scenes in the City // Manchester Guardian. – 1914. – 1 August.

³⁷ Scenes in “The Street” // Evening News. – 1914. – 31 July.

³⁸ City Gossip // Daily Graphic. – 1914. – 1 August.

46%³⁹. Особенно пострадали инвесторы, вложившие деньги в бумаги распавшихся империй – Российской, Австро-Венгерской, Османской.

Начались проблемы и на вексельном рынке (discount market). На этом рынке под угрозой оказались крупные капиталы, и ликвидность этого рынка была в те дни одной из наиболее острых проблем. Значительная часть мировой торговли финансировалась с использованием переводных векселей сроком три месяца, которые акцептировались коммерческими банками лондонского Сити. До наступления срока платежа эти переводные векселя дисконтировались в одном из специализированных дисконтных домов (discont house). Дисконтированием векселей занимались крупнейшие лондонские банкирские дома (Barings, Brown Chipley, Gibbs, Hambros, Huts, Morgan Grenfell, Rotschids, Schrodgers). Эти дома затем перепродавали дисконтированные векселя британским либо иностранным банкам, представительства которых были в Сити. Такие векселя были в основе механизма международных платежей по товарным операциям, и в портфелях лондонских банков скопились крупные пакеты переводных векселей.

Капитализация вексельного рынка к моменту начала кризиса достигала, как считалось в то время, 350 млн фунтов. Иногда называлась ещё большая сумма – 500 млн фунтов, 75% векселей было связано с внешнеторговыми операциями⁴⁰. Из общей массы вексельных обязательств около 70 млн принадлежало клиентам из Германии и Австрии, 60 млн – из Российской империи, т. е. из стран, непосредственно вовлечённых в войну и находившихся по разные стороны фронта. Остальные векселя принадлежали клиентам из Северной и Латинской Америк, а также из других стран, преимущественно связанных с Британской империей⁴¹. За несколько дней, с 23 по 29 июля, вексельный рынок был полностью парализован.

Ежедневная сумма платежей по таким векселям составляла 3–4 млн фунтов, и все эти векселя должны были быть оплачены в срок, не превышавший трёх месяцев. С началом войны нарушилась связь с третью лиц, поставивших свои подписи на векселях (в частности, в Российской империи). По этой причине партнёры из континентальных

³⁹ Фергюсон Н. Восхождение денег / Н. Фергюсон. – М.: Астрель, 2010. – С. 323.

⁴⁰ A Black Account // Financial Times. – 1914. – 28 July; Markets and the Crisis: Selling Centralised on London // Financial Times. – 1914. – 29 July.

⁴¹ Markets and the Crisis: Consols Comparatively Steady // Financial Times. – 1914. – 29 July.

стран Европы не могли (а, возможно, иногда и не хотели) возвращать долги, что поставило под угрозу банки, дававшие кредиты брокерам рынка ценных бумаг. Британские банки ограничили возможность получения заёмных средств и началось общее сжатие кредита.

Нести ответственность за платежи по проблемным векселям на общую сумму около 120 млн фунтов должны были лондонские коммерческие банки. На практике они это сделать не могли, так как их капиталы редко превышали 20 млн фунтов. За счёт крупных пакетов неоплаченных векселей банки оказались в весьма рискованном положении. Крупные суммы в активах банков оказались под угрозой замораживания, и весь кредитный механизм лондонского Сити был нарушен. А вызванные общей паникой попытки менеджеров этих банков отозвать кредиты или ограничить отток золота из банков не только не погасили панику, но ещё более подогрели её.

Серьёзных проблем удалось избежать только благодаря совместным усилиям правительства, Банка Англии и крупнейших коммерческих банков. С 3 по 7 августа были объявлены банковские каникулы, а 6 августа введён мораторий на все платежи. Также были выпущены казначейские билеты (treasury notes). Учётную ставку, выросшую с 29 июля по 1 августа с 30 до 10%, удалось снизить до 6%, а через несколько дней до 5%⁴². А 13 августа министр финансов предоставил Банку Англии правительственные гарантии погашения всех убытков по векселям, принятым до 4 августа (дата начала участия Великобритании в войне), чем были спасены от краха коммерческие банки.

Кризис 1914 г. быстро распространился из Лондона на другие страны – в эпоху «первой глобализации» в систему золотого стандарта (ставшего символом «первой глобализации») входило 59 государств на различных континентах. И хотя разные страны в разной мере участвовали в мировой экономике (в отличие от полноценных участников – стран Европы и США, страны Латинской Америки и Африки были экспортёрами сырья и реципиентами инвестиций), начало Первой мировой войны стало экономической катастрофой для всех участников глобальной экономики и воспринималось как гром среди ясного неба. В августе 1914 г. сложившаяся система экспорта нарушилась, что затронуло интересы поставщиков хлопка в США, Индии и Египте, производителей кофе в Бразилии, каучуковые плантации Малайзии, производство нитратов в

⁴² Roberts R. Scroders: Merchant & Bankers / R. Roberts. – London: Macmillan, 1992. – P. 153–154.

Чили и туристический бизнес, начавший формироваться в Швейцарии и Великобритании.

Меры, принимавшиеся в разных странах для спасения рынка ценных бумаг и финансовой системы, могли иметь различия, но их принцип был общим: приостановка биржевых операций, закрытие фондовых бирж, мораторий на выплату долгов, срочная государственная помощь финансовым институтам, оказавшимся на грани краха. Осознав масштабы начавшейся войны, правительства были готовы пойти гораздо дальше в спасении финансовых рынков, чем во время обычных финансовых кризисов, – в Великобритании даже обсуждался план освобождения банков от всех долгов.

Наиболее универсальным решением было закрытие бирж. Биржи в Мадриде, Монреале и Торонто были закрыты еще 28 июля, в Амстердаме, Берлине, Брюсселе, Будапеште, Вене и Риме – 29 июля; в Петербурге и странах Южной Америки – 30 июля. Парижская биржа ограничила операции 25 и 27 июля, а 3 сентября была закрыта полностью. Когда 31 июля 1914 г. Лондонская биржа была закрыта, это вызвало оживление в Нью-Йорке, где многие понимали, что начавшаяся война – это шанс на радикальный прорыв для Нью-Йорка⁴³, но и Нью-Йоркская биржа была временно закрыта 31 июля. После закрытия бирж операции с ценными бумагами продолжались на неорганизованных рынках – маклеры собирались на улицах финансовых столиц, и нередко сделки с бумагами заключались по телефону. Хотя вскоре биржи были открыты, работали они со значительными ограничениями, касавшимися прежде всего операций с иностранными бумагами. Обычный порядок операций с ценными бумагами был восстановлен лишь к середине 1920-х годов.

Во Франции сумма банковских кредитов, отягощавших биржу, достигла в начале войны 625 млн франков (25 млн фунтов). Эта сумма была принципиально меньше, чем в Англии (250 млн фунтов), но тоже весьма значительна для того, чтобы угрожать стабильности Парижской биржи. Большая часть этой суммы была вложена в сделки, не завершённые к моменту начала войны. На Парижской бирже 27 июля официальный рынок, Parquet, не был закрыт, но сделки приостановились. Неофициальный рынок, Coullisse, по словам обозревателя «The

⁴³ Noble H. G. S. The New York Stock Exchange in the Crisis of 1914 / H. G. S. Noble. – N. Y.: The Country life press, 1915. – P. 9, 12–13, 30, 33.

Economist», был «в состоянии полного хаоса»⁴⁴. Из банков начался отток золота, но Банк Франции обладал значительным золотым резервом в 4,1 млрд франков (165 млн фунтов), что позволяло французской финансовой системе в целом спокойно пережить начало войны⁴⁵. Когда к концу июля началось массовое изъятие вкладов из банков и отток золота, 1 августа 1914 г. правительство уполномочило банки установить лимит на снятие вкладов с текущих и депозитных счетов. Расчёты по векселям, по которым подошёл срок оплаты, были отложены, а 5 августа была отменена конвертируемость франка на золото.

В финансовых кругах Берлина также началась паника. Общее падение цен на бумаги привело к закрытию биржи 30 июля, а обмен марки на золото был отменен 31 июля. В нейтральной Швейцарии, не принимавшей участия в войне, были закрыты биржи в Цюрихе, Женеве, Базеле; конвертируемость швейцарского франка отменена 30 июля, а 2 августа снятие вкладов в банках было ограничено суммой 200 франков для депозитных счетов.

Закрыта была 16 июля и крупная Петербургская (Петроградская) биржа в Российской империи. «Прежде всего война сказалась на самом деликатном и капризном факторе современного хозяйства – бирже. Все биржи, в том числе Петроградская, ответили колоссальным понижением ценностей. Потребовались героические усилия для предупреждения всеобщего краха: биржи были закрыты, ликвидации отсрочены»⁴⁶.

Не избежала паники и Нью-Йоркская биржа, географически наиболее отдаленная от войны в Европе. На бирже начались продажи крупных пакетов американских бумаг, преимущественно их владельцами из Европы. 30 июля на Нью-Йоркской бирже отмечалось падение курсов всех бумаг: только лишь за этот день они снизились на 6%, а за следующие несколько дней – еще на 10%. Начались разговоры о возможном закрытии биржи, но крупные банкиры были против этого, так как, по словам Генри Нобля, президента Нью-Йоркской биржи, война создавала для Нью-Йорка уникальный шанс оттеснить европейских конкурентов и стать финансовым центром мира. Однако,

⁴⁴ France – War Panic and the Bourse-Close of the Coullisse // The Economist. – 1914. – 1 August.

⁴⁵ French War Finances // The Economist. – 1917. – 4 August.

⁴⁶ Титов И. В. Год войны и народное хозяйство / И. В. Титов // Торгово-промышленный мир России. Иллюстрированный ежегодник. Литературно-экономический, финансовый, торгово-промышленный и статистический обзор. – Петроград: «Торгово-промышленный мир России», 1916. – Ч. 1. – С. 3–7.

чтобы избежать дальнейшего обесценивания бумаг, биржа всё же была закрыта 31 июля, через несколько часов после закрытия Лондонской биржи. Высказывались опасения в отношении вероятного падения курса доллара, способности США платить по своим внешним долгам, а также стабильности банков.

Кризис конца июля-начала августа 1914 г. длился всего лишь несколько дней, и во всех странах быстрое вмешательство со стороны государства помогло сохранить стабильность национальных финансовых систем. Вскоре вся эта паника была забыта – начавшаяся война изменила мировую финансовую систему намного глубже и серьёзнее, чем любой из кризисов. Изменился и ландшафт рынка ценных бумаг: к концу войны активы крупных банков (как в странах, участвовавших в войне, так и в нейтральных) состояли преимущественно из пакетов государственных облигаций, в том числе облигаций военных займов, массово выпускавшихся в годы войны.

Роль государственных облигаций возросла и на биржах, и они снова имели почти такое же значение, как и на ранних стадиях глобализации. В 1920 г. доля этих облигаций на Лондонской бирже достигала 30% общего объёма котировавшихся бумаг по сравнению с 11,5% в 1913 г.⁴⁷ Увеличение количества государственных облигаций на биржах было вызвано военными расходами, которые привели к значительному увеличению государственного долга в странах, участвовавших в войне. К 1920 г. государственный долг вырос на 169% во Франции, 155% в Великобритании и на 33% в США⁴⁸.

Начало войны поставило под угрозу всю сложившуюся к 1914 г. систему международных инвестиций и финансовых потоков. Были приостановлены проекты, недавно представлявшие столь перспективными: создание банкирским домом Бэрингов и Банком Шанхая синдиката для выделения Китаю кредита в 125 млн долларов; планы Ротшильдов разместить облигационные займы Бразилии на 50 млн долларов или Австрии на 80 млн долларов (австрийские облигации уже были выпущены в Лондоне банкирским домом Schrodgers) и многие другие. Из-за начала войны не удалось развернуть деятельность крупного финансового холдинга «Russian General Oil Corporation», связанного с

⁴⁷ Michie R. The London Stock Exchange / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2004. – P. 184.

⁴⁸ Obstfeld M. Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870–1913 versus 1925–1931 / M. Obstfeld, A. Taylor // Economic Journal. – 2003. – №13. – P. 241–275.

финансированием добычи каспийской нефти и созданного в Лондоне по инициативе влиятельного российского банкира Алексея Путилова, руководившего Русско-Азиатским банком.

Действительно, последствия войны создали более серьёзные экономические проблемы, чем кризис 1914 г., приведя к общему спаду в 1920–21 гг., быстрому росту инфляции в Германии и Австрии, финансовому кризису на периферии Европы – в Италии, Испании, Португалии и, особенно в Норвегии. Вся мировая экономическая системы после войны стала принципиально другой, хотя те, кто пытался вернуть мировую финансовую систему к довоенному состоянию, до конца не понимали этих изменений. В сущности, именно эти изменения в мировой экономической и финансовой системах, вызванные войной, и привели к событиям конца 1920-х годов и «Великой депрессии» 1930-х.

Так кризис 1914 г. в начале Первой мировой войны завершил целую эпоху относительно спокойного экономического развития. Три последующих десятилетия состояние экономики определяли либо войны, либо подготовка к ним и ликвидация их последствий. Во многих странах государство в эти годы осуществляло прямое вмешательство в экономическую жизнь. За годы Первой мировой войны вмешательство государства в экономику достигло качественно нового уровня: не только в странах, непосредственно участвовавших в войне, но и в большинстве нейтральных государств правительство контролировало как военную, так и многие другие отрасли промышленности. В долгосрочной перспективе Первая мировая война положила конец европейской экономической экспансии, и в последующие десятилетия по мере уменьшения значения Лондона как финансового центра мира всё больше росла роль Нью-Йорка.

После того как Первая мировая война нарушила систему торговых связей и финансовых потоков, начался длительный и болезненный процесс дезинтеграции первой глобальной экономики, основанной на золотом стандарте – процесс этот завершился в 1930-е годы. Если в конце 1920-х годов объёмы мировой торговли были не меньше, чем в 1913 г., а может быть дальше и больше, то картина радикально изменилась с 1929 по 1937 г., особенно после принятия в США, а за ними и в других странах законов о тарифах.

Мировой рынок ценных бумаг в годы войны

Неопределённой после начала войны была и дальнейшая судьба мирового рынка ценных бумаг, достигшего своего расцвета в 1913 г., когда его объёмы (как доля от национальных активов, условно сопоставимых с ВВП) составляли 41,4% в Великобритании, 26,0% во Франции, 18,5% в США, 11,0% в Германии, 5,8% в Японии, 2,0% в России⁴⁹.

К началу войны мировые рынки были переполнены ценными бумагами, и у правительств воюющих стран не было никаких планов в отношении того, что делать с финансовым кризисом. Вскоре после начала войны, когда первый шок прошёл, началось повышение активности на мировых рынках ценных бумаг. Во всех странах война вызвала значительный рост государственного долга: в Германии с 4,9 млрд марок до 92,8 млрд; в Великобритании с 0,7 млрд фунтов до 7,5 млрд; во Франции с 33 млрд франков до 151,1 млрд; и даже в США, не принимавших прямого участия в войне, государственный долг вырос с 1,2 млрд долларов до 25,5 млрд.⁵⁰ Выпуск военных облигационных займов приобрёл массовый характер, и государственные облигации стали во всех странах чрезвычайно распространёнными и популярными, а в операции с ними вовлекалось множество новых инвесторов, никогда ранее не связанных с ценными бумагами.

Война значительно ограничила обращение иностранных ценных бумаг, и они почти полностью исчезли из обращения, особенно после того, как французские инвесторы утратили крупные капиталовложения в российских и турецких ценных бумагах. И даже в Лондоне, до войны бывшем основным рынком иностранных ценных бумаг, происходило значительное сокращение операций с ними. К 1919 г. британское правительство выкупило у инвесторов и перепродало затем в США американских бумаг на 655 млн фунтов, ещё на 400 млн фунтов таких бумаг британские инвесторы продали самостоятельно. Всё это уменьшило статус Лондона и Парижа как основных центров мирового рынка ценных бумаг.

Значение американского рынка ценных бумаг за годы войны росло по мере того, как американские инвесторы выкупали американские

⁴⁹ Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 126.

⁵⁰ Scott I. O. Government Securities Market / I. O. Scott. – N. Y.: McGraw-Hill, 1965. – P. 11–13.

ценные бумаги (часто со значительной скидкой), до войны размещённые в странах Европы. Всего с 1914 по 1917 г. ими было выкуплено бумаг на 2 млрд долларов. Эта тенденция привела к тому, что мировой рынок ценных бумаг за годы войны почти полностью утратил значение, и начали доминировать национальные, внутренние рынки, переполненные государственными облигациями.

Взаимные долги участников войны

После окончания Первой мировой войны общий ландшафт мирового рынка ценных бумаг изменился. Если до 1914 г. Англия была основным мировым кредитором, в том числе и США, то после окончания войны распределение ролей стало иным. Теперь уже США стали основным мировым кредитором, в том числе и Англии, а финансовый центр мира начал перемещаться в Нью-Йорк. Европа превратилась из кредитора в должника.

Война вызвала инфляцию во всех странах Европы, хотя и в разной степени. Валюты Германии, Греции, Польши и России полностью обесценились. Максимальной была гиперинфляция в Германии; в 1922 г. в России обращалось денег в 1,2 млн раз больше, чем в 1913 г., в Венгрии – в 315 раз, в Австрии – в 133 раза, в Швеции и Швейцарии – в 3,3 раза, в Испании – в 2,3 раза.

К концу войны общий долг всех союзников (16 стран) США достигал 12 млрд долларов, в том числе около 5 млрд долларов – Англии, около 4 млрд – Франции. При этом 17 различных стран были должны Англии 11 млрд долларов (в том числе 3 млрд Франция и 2,5 млрд Россия)⁵¹. Такая сложная взаимная задолженность создавала всё большую напряжённость на международном финансовом рынке из-за того, что капиталы постепенно перетекали к основному полюсу финансового притяжения и главному кредитору – США. Распространены были настроения, что США, требующие возвращения военных долгов, намеренно оттягивали своё вступление в войну, чтобы максимально ослабить страны Европы, сделав их финансово зависимыми от Америки и такой ценой обеспечить своё превосходство. Насколько это правда, трудно сказать, но после окончания Первой мировой войны так считали многие.

⁵¹ Kindleberger C. The World in Depression, 1929–1939 / C. Kindleberger. – Berkeley: University of California Press, 1986. – P. 24.

Напряжённость на финансовых рынках усиливало и то, что величина банковских резервов по отношению к обязательствам заметно снизилась во всех странах: с 10 до 7% в Великобритании, с 20 до 12% во Франции и с 20 до 12% в США. Особенно заметным снижением было в Германии – с 39% до 4%. Это породило устойчивую тенденцию к дефляции, в послевоенные годы все более тормозившей рост финансовых рынков и рынков ценных бумаг в странах Европы. Дефляционная идеология, порождённая отчаянными попытками цепляться за золотой стандарт, была худшим из возможных лекарств для мировой экономики.

Начавшиеся после окончания войны запутанные переговоры о репарациях – денежной компенсации со стороны Германии как инициатора войны – осложнялись тем, что участники переговоров постоянно выходили за пределы вопроса о компенсации Германией военных убытков. Англия и Франция хотели использовать немецкие репарации для частичного погашения собственных долгов США, образовавшихся за годы войны за счёт американских кредитов, взятых для покупки военного снаряжения и т. п. Великобритания и Франция заявляли, что они готовы уменьшить свои требования по размерам репараций, если США простят им часть долгов. Но представители США заняли юридически безупречную позицию, подчёркивая, что репарации – это штрафные выплаты для возмещения военных убытков и они не имеют никакого отношения к долговым обязательствам Англии и Франции, взятым добровольно. В результате длительных переговоров были приняты План Дауэса в 1924 г. и План Юнга в 1930 г., определявшие порядок выплаты репараций, но практически выплачена была лишь небольшая их часть, а сам по себе вопрос о репарациях создавал постоянную напряжённость на мировых финансовых рынках, особенно в Германии.

После начала реализации Плана Дауэса в Германию стали поступать краткосрочные кредиты (дававшие возможность Германии выплачивать военные репарации в кредит), и немецкая экономика начала быстро восстанавливаться. Но этот период процветания длился недолго, и в начале 1929 г., когда согласно Плану Юнга были более жёстко определены сроки выплаты репараций, а в Германии накопились невыплаченные внешние долги, начался внезапный откат. Рейхсбанку пришлось предложить программу сокращения бюджетных расходов, рассчитанную до 1931 г.⁵²

⁵² В 1928 г. долги Германии (включая долги по уплате репараций) достигали 75,2% ВВП, в 1929 – 86,3%, в 1930 – 81,5%, в 1931 – 104,5%. Долги по репарациям составляли более половины всех внешних долгов, и когда в 1931 г. репарации были отменены,

Золотой стандарт

Довоенный мировой финансовый рынок был основан на системе золотого стандарта⁵³. Для золотого стандарта характерным было свободное движение золота между странами, за счёт чего обеспечивались фиксированные курсы национальных валют благодаря их свободной конвертируемости на золото (монеты). При такой организации финансовой системы потребности в международной координирующей организации не было. Слабой стороной системы золотого стандарта был нарастающий дисбаланс между странами, золотые запасы которых были по объективным причинам различны. Регулирующим механизмом для стран, в которых рос дефицит, становилась не девальвация, а дефляция.

Золотой стандарт, специфический «монетарный порядок» конца XIX – начала XX в. (монетарным порядком называлось тогда то, что сегодня – финансовой архитектурой), начал формироваться во второй половине XIX в., особенно после подписания договора о Латинском монетарном союзе в 1865 г. и начале действия этого договора в 1866 г. В 1867 г. во время международной выставки в Париже на международной конференции по монетарной политике были обсуждены практические шаги по внедрению золотого стандарта. Девиз выставки – «L'Empire c'est la Paix» («Империя – это мир») – подразумевал, что цивилизованные нации вместо того, чтобы бороться на полях сражений, будут теперь соревноваться в развитии промышленности и торговли. Так был предпринят решающий шаг в направлении экономической и финансовой глобализации.

Золотой стандарт обеспечивал доминирующее положение британского фунта, так как в эту эпоху Лондон был общепризнанным финансовым центром мира. Однако доминирование британского фунта не следует переоценивать – перед первой мировой войной крупнейшие

внешний долг Германии быстро снизился до 45,9% ВВП. При этом ВВП в абсолютных показателях снижался с 89,9 млрд рейхсмарок в 1928 и 1929 гг. до 82,9 млрд в 1930 г., 58,1 – в 1931 г., 56,4 млрд – в 1932 г. (Ritschl A. Reparations, Deficit and Debt Default: The Great Depression in Germany // The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 116).

⁵³ Золотой стандарт предусматривал, что принадлежавшие центральным банкам пакеты ликвидных ценных бумаг, номинированных в британских фунтах, относятся к резервным активам в такой же мере, как и золото. В некотором смысле такие международные резервные активы в форме ценных бумаг имели даже преимущество перед золотым запасом, так как при необходимости могли быть быстрее проданы.

финансовые центры, Париж, Берлин и Нью-Йорк проводили вполне самостоятельную политику и общемировой валютой было все же золото, а не британский фунт⁵⁴.

В 1922 г. на Международной конференции в Генуе было признано, что использование золота как универсального эквивалента утратило своё значение из-за неравномерности распределения золотых запасов между странами. Это означало начало длительного и болезненного процесса распада системы золотого стандарта и к концу 1932 г. золотой стандарт сохранялся только в США, во Франции, в Бельгии, Нидерландах и Швейцарии.

Великобритания начала активную политику возрождения золотого стандарта – эта активность была последним напоминанием о былом могуществе Британской империи. В британских финансовых кругах многие считали, что система плавающих валютных курсов совершенно неприемлема и что жизненно необходимо вернуться к довоенному золотому паритету фунта и к курсу 4,86 доллара за фунт. В то время мало кто понимал, насколько непреодолимыми окажутся трудности в достижении этой цели, и среди немногих сторонников установления реалистичного курса фунта (3,20–3,50 доллара за фунт) был разве что Лайонел Роббинс⁵⁵. Упорную борьбу за возрождение золотого стандарта трудно объяснить экономическими мотивами – в её основе было только стремление любой ценой вернуть былую славу и величие Британской империи, бесповоротно угасающие в новых условиях послевоенного мира. Британцы до конца так и не понимали, что после войны Америка стала основным источником капиталов и мировым кредитором, а финансовый центр мира смещается из Лондона в Нью-Йорк.

Попытка восстанавливать золотой стандарт после Первой мировой войны стала основной роковой ошибкой, создавшей многие проблемы конца 1920-х и 1930-х годов. Реальные условия на мировых финансовых рынках после Первой мировой войны изменились, и задача восстановления золотого стандарта изначально была невыполнима,

⁵⁴ За время Первой мировой войны золотой паритет сохранил только доллар, курсы валют остальных государств – участников войны относительно золота значительно снизились и стали нестабильными. К февралю 1920 г. курс фунта снизился на 35%, французского франка на 64%, бельгийского франка на 62%, итальянской лиры на 71%, немецкой марки на 96% (Palyi M. *The Twilight of Gold, 1914–1936: Myths and Realities* / M. Palyi. – Chicago: H. Regnery Company, 1972. – P. 118–119).

⁵⁵ Robbins L. *The Great Depression* / L. Robbins. – New York: Macmillan, 1934 (Transaction Publishers, 2009). – P. 77–87.

лишь создав сильнейшее напряжение и породив глобальный дисбаланс золота, что и привело в конечном счёте к серии кризисов в 1929–1931 гг. и «Великой депрессии». Характерным примером того, что последовало за попытками сохранить золотой стандарт, был массовый отток золота в США в 1920-е годы и абсолютное доминирование американских золотых запасов на фоне постоянно растущего дефицита золота в Европе.

Вероятно, упорное стремление восстановить золотой стандарт (и вера в то, что это возможно) было основано на связях Банка Англии и ФРС США, определявшихся не только личной дружбой руководителей этих организаций, Монтегю Нормана и Бенджамина Стронга, но и общими контактами британских и американских финансистов с Морганями. Стронг был ставленником Морганов, и это общеизвестно, – не имея права предоставлять займы другим странам, Стронг использовал банкирский дом Моргана как проводник своей финансовой политики. Однако и Норман также был вхож в «тайный мир Моргана», как называет его Рон Чернофф. Банкирский дом Моргана был важнейшей частью общего замысла Нормана по реорганизации экономических систем европейских стран, конечной целью которой было возрождение финансового значения Лондона как мирового финансового центра⁵⁶.

К концу 1924 г. могло сложиться впечатление, что этот план работает и цель восстановления золотого стандарта достижима и реалистична. Учётные ставки в США стали на 1,5% ниже, чем в Великобритании, и отток британского золота приостановился. Когда цены в Америке стали расти, курс фунта по отношению к доллару вырос с 4,35 до 4,78 долларов за фунт, и к началу 1925 г. казалось, что цены в фунтах настолько приблизились к ценам в золоте, что восстановление золотого стандарта может произойти в ближайшее время. Тем более, что в 1925 г. уже не ставилась цель вернуться к классическому довоенному золотому стандарту, при котором бумажные деньги обменивались на золотые монеты, используемые в повседневных платежах. По упрощённой версии золотого стандарта 1920-х годов британские фунты могли обмениваться не на монеты, а на дорогостоящие золотые слитки, не связанные с повседневными расчётами и применимые только в крупных банковских операциях. В Великобритании возвращение к золотому стандарту действительно произошло 20 марта 1925 г., но эта система, получившая

⁵⁶ Chernow R. House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of the Modern Finance / R. Chernow. – N. Y.: Atlantic Monthly Press, 1990. – P. 244–246.

название «золотодевизный стандарт», долго не просуществовала и была отменена в 1931 г.

Попытки Великобритании сохранить обмен фунта на золото приводили лишь к постоянному оттоку золота из Лондона и хронической слабости фунта, ещё более усиливавшейся от того, что Франция, в стремлении вернуться к золотому стандарту, начала в 1928 г. избавляться от своих валютных запасов (хранившихся в британских фунтах), конвертируя их на золото. В 1928–31 гг. Банк Франции создал колоссальный отток золота из центральных банков других стран, достигший за эти годы 30 млрд франков, вызвав этим значительное сжатие финансовых рынков и усилив процессы дефляции. А после того, как в сентябре 1931 г. Великобритания отказалась от золотого стандарта, Банк Франции инициировал ещё больший отток золота на 24 млрд франков, усиливая сжатие мировых финансовых рынков. В 1931–36 гг. Франция, восстановив золотой стандарт, пыталась организовать международный «золотой блок», что ещё больше ускорило распад мировой системы золотого стандарта. Так Франция, с одной стороны, оказалась наиболее последовательным сторонником золотого стандарта, а с другой – её финансовая политика лишь усугубила начавшуюся «Великую депрессию».

Наиболее слабым звеном во всех этих тщетных попытках возродить золотой стандарт оставалась Германия с её проблемой репараций и попытками любой ценой избежать репарационных платежей, пусть даже за счёт гиперинфляции в начале 1920-х. План Дауэса и План Юнга – всё это перекачивание американских капиталов в Германию, чтобы заставить её выплачивать репарации в кредит, а потом возвращать долги – привели лишь к напряжённости в немецкой экономике (а в конечном счёте – к приходу к власти правых сил во главе с Гитлером). Не случайно в немецкой экономике ещё до «Великого краха» 1929 г. в США уже начался спад, предвещающая цепочку дальнейших событий, подтолкнувших мир к «Великой депрессии» и Второй мировой войне. В сущности, выход из «Великой депрессии» начался лишь после того, когда руководители мировых финансовых систем рынков отказались от любых попыток вернуться к золотому стандарту и стали применять «ортодоксальные» принципы управления финансами.

Возникновение глобального дисбаланса золота

Довоенные суммарные золотые запасы Великобритании, Франции, Германии и США оценивались в 1913 г. в 5 млрд долларов. К 1923 г. за счёт добычи золота суммарный золотой запас вырос до 6 млрд долларов, но так как послевоенные цены в США и Великобритании были на 50% выше довоенных, то покупательная способность золота снизилась на 25%.

Перед войной мировые запасы золота распределялись в целом равномерно (наибольший золотой запас был у США – около 2 млрд долларов, наименьший в Германии – около 0,8 млрд долларов). После войны за счёт перетекания золота в США и образования военных долгов возник значительный дисбаланс золотых запасов: 4,5 млрд долларов из 6 млрд было сосредоточено в США, золотой запас Германии был почти полностью израсходован, а запасы Великобритании и Франции значительно сократились. Неравномерность распределения золота привела к возникновению общего глобального дисбаланса (возможно, первого глобального дисбаланса такого рода) между переизбытком свободных финансовых ресурсов в США и их дефицитом в Европе из-за огромных долгов европейских стран.

«Великий крах» и «Великая депрессия»

Подъем 1920-х годов, который предшествовал кризису 1929 г., и был наиболее бурным в США, ощущался во всех странах, даже в отягощённой долгами по репарациям Германии, ожившей на время благодаря американским кредитам. К 1927 г. объёмы рынков ценных бумаг (по отношению к национальным активам) составляли 47,4% в Великобритании, 28,0% в США, 19,8% во Франции, 14,5% в Японии, 4,6% в Германии и 0,6% в России⁵⁷. В США «пять лет с небольшими перерывами курсы акций шли в гору, невзирая ни на что. Темп их роста всё более ускорялся. Последние шесть месяцев перед крахом были периодом подлинной спекулятивной оргии, по своему размаху не имеющей прецедентов в истории... магнит легкой прибыли притягивал всех». По словам М. Рубинштейна, «биржевая горячка охватила... широчайшие слои населения», а «разговоры о том, что спекулянты составляют [лишь]

⁵⁷ Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 174.

1% населения, не имеют никакого основания». Однако «массовые мелкие акционеры», владеющие несколькими акциями, «не имеют абсолютно никакого влияния на ведение дел акционерных обществ»⁵⁸.

В 1929 г., когда в Германии началась рецессия, подобные процессы происходили во многих странах – бум на американском рынке ценных бумаг притягивал к себе капиталы со всего мира. Чтобы предотвратить отток золота в США, в феврале 1929 г. Банк Англии повысил учётную ставку с 4,5 до 5,5%, хотя в стране уже был экономический спад; в марте подняли ставки Италия и Нидерланды, в Германии учётная ставка достигла 7,5%, а в Австрии и Венгрии – 8%. Рецессия охватила все страны Центральной Европы, а сокращение производства отмечалось даже в таких растущих экономиках, как Австралия, Канада и Аргентина.

«Великий крах» в октябре 1929 г. «приковал внимание всего мира... для многих этот крах стал как бы ударом грома среди ясного неба»⁵⁹. Кризис на американском рынке ценных бумаг длился недолго, как и все биржевые кризисы. Но с 1929 по 1933 г. стала всё более углубляться общая рецессия: суммарный ВВП основных стран сократился на 25%, цены на товары снизились в два раза, на 30% упал уровень заработной платы, а без работы осталось 25% трудоспособного населения. Банковский кредит сократился в США на 40%, в других странах – ещё больше. Экономические и финансовые трудности ощущались практически во всех частях мира.

В 1931 г. по миру прокатилась волна банковских кризисов (в Австрии, Германии, во Франции, в Бельгии, а также в Дании, Чехословакии, Финляндии, Греции, Венгрии Италии, Польше Испании и других странах). Особенно глубоким и длительным был банковский кризис в США. За банковским кризисом последовала волна дефолтов по внешним долгам (Австрия, Германия, Венгрия, Польша, Румыния, все страны Латинской Америки). Ключевым фактором в процессе быстрого распространения депрессии по всему миру был золотой стандарт, выполнявший роль механизма, связывавшего экономические системы различных стран в единое целое. Для мирового рынка ценных бумаг коллапс золотого стандарта и усугубляющаяся депрессия имели гораздо более тяжёлые последствия, чем сам по себе кризис в США 1929 г., так

⁵⁸ Рубинштейн М. Мировой экономический кризис 1930 года / М. Рубинштейн. – М.–Л.: Государственное издательство, 1930. – С. 11, 28.

⁵⁹ Рубинштейн М. Мировой экономический кризис 1930 года / М. Рубинштейн. – М.–Л.: Государственное издательство, 1930. – С. 11.

как нарушались сами основы функционирования рынка – взаимное доверие и система общемировых связей.

К началу 1931 г. «Великая депрессия» была в разгаре. Она действительно заслуживает титула «Великая», ведь экономический спад, начавшийся после финансового кризиса, затронул почти все страны, приведя к сокращению производства. В 1932 г. уровень ВВП сократился в развитых странах в среднем до 83% по сравнению с 1929 г. (100%), уровень цен – до 73%, объёмы торговли – до 76,5%. Безработица выросла в среднем до 30% по сравнению с 7% в 1929 г. Цены на рынке акций в 1932 г. были минимальными: в Великобритании – 60,2% по сравнению с 1929 г. (100%), в США – 30,8%, в Германии – 38,5%

Прибыли сократились в среднем на 50%, объёмы операций на рынке ценных бумаг – также на 50%. Наибольшим было сокращение производства в США и Германии – на 40%. Часть промышленных предприятий пришлось закрыть, остальные были загружены не полностью, а из-за падения спроса цены на всю продукцию снизились на 25%. Количество безработных достигло в США 26%, в Германии – 21,8%, в Великобритании – 15,4%, во Франции положение было несколько лучше, но и там экономический спад был очевидным, а уровень безработицы достиг 10,2%⁶⁰. Банковская система была дестабилизирована во всех странах. В мае 1931 г. прекратил работу крупнейший австрийский банк Creditanstalt, активы которого превышали 250 млн долларов, а в июне обанкротился один из крупнейших немецких банков Danatbank. Это привело к массовому изъятию вкладов, из страны начался отток капиталов и были объявлены банковские каникулы. Вскоре после этого усилилась нестабильность и в британской банковской системе, вызванная оттоком капиталов из Лондона. Инвесторы начали понимать, что в условиях кризиса Великобритании всё труднее выполнять свои долговые обязательства. У Кейнса не было никаких сомнений по поводу причин «Великой депрессии»: «я понял, и понял без всяких сомнений, что сокращение инвестиций... вот та причина, полностью объясняет современное положение дел», – говорил он в 1931 г.⁶¹

⁶⁰ Temin P. *Lessons from the Great Depression / The Lionel Robbins Lectures for 1989* / P. Temin. – Cambridge, MA: The MIT Press, 1991. – P. 3.

⁶¹ Keynes J. M. *An Economic Analysis of Unemployment (Harris Lectures, 1931)* / J. M. Keynes // *The collected writings of John Maynard Keynes. Vol 13.* – L.: Macmillan, 1973 – P. 349–351.

В общей напряжённой атмосфере усиливалось предчувствие, что надвигается всеобщая финансовая (а может быть, и не только финансовая) катастрофа. По словам Арнольда Тойнби, в 1931 г. многие в мире вполне серьёзно говорили о том, что общество западного типа может перестать существовать⁶². В подобном духе высказывался и управляющий Банка Англии Монтегю Норман, заявивший, что, если не будут приняты радикальные меры, капиталистическая система разрушится за год. По распоряжению Нормана в Великобритании даже были отпечатаны продовольственные карточки на тот случай, если начнётся внезапный финансовый кризис⁶³. «Все, кого я встречаю, встревожены тем, что в сфере финансов может произойти что-то ужасное», – писал из Биаррица отдохавший там Черчилль⁶⁴.

Депрессия усугублялась до середины 1932 г., и одной из основных причин этого была неадекватная финансовая политика во всех основных странах: растущий бюджетный дефицит пытались покрыть увеличением налогов, а учётные ставки повышали в условиях углубления экономической депрессии. Последствия такой политики были весьма пагубными. К тому же, – и это было наиболее важным обстоятельством, – в конце 1920-х и в начале 1930-х годов Англия уже не могла быть мировым экономическим лидером, а США не желали (или не были готовы) брать на себя эту роль.

С середины 1930-х годов началось относительное восстановление экономических систем – прежде всего в Великобритании, где не было такого бума на рынке акций, как в США, а вследствие этого не было и столь острого кризиса. Вслед за британской экономикой началось восстановление в США, а также в Германии и Японии, хотя в последних двух странах оно было вызвано прежде всего подготовкой к войне и возникновением плановых и централизованных экономических систем, созданных авторитарными режимами. В Великобритании в 1935 г. цены на рынке акций достигли уровня 1929 г., ВВП – 106,6% уровня 1929 г. В США в 1935 г. цены на рынке акций были лишь 63,1%, ВВП – 88,6% (100% он достиг в 1936 г., 105% в 1937 г., но снова снизился до 10% в 1938 г.). В

⁶² Toynbee A. Survey of international affairs, 1931 / A. Toynbee. – Oxford: Oxford University Press, 1932. – P. I.

⁶³ Schuker S. The End of French Predominance in Europe: The Financial Crisis of 1924 and the Adoption of the Dawes Plan / S. Schuker. – Chapel Hill, NC: University of North Carolina Press, 1976. – P. 291.

⁶⁴ Hassall C. Edward Marsh, Patron of the Arts, a Biography by Christopher Hassall / C. Hassall. – N. Y. Longmans, 1959 – P. 570.

Германии в 1936 г. цены на рынке акций составляли 68% уровня 1929 г., ВВП – 99,6%. В последующие годы ВВП быстро рос за счёт военной промышленности: 110,8% в 1936 г., 123,2% в 1937 г., 135,0% в 1938 г.; цены на рынке акций повышались не так быстро и составляли 80,3% в 1936 г., 80,7% в 1937 г., 89,6% в 1938 г.⁶⁵

Те страны, которые дольше других оставались приверженцами золотого стандарта, медленнее восстанавливали свои экономики после депрессии (Франция, Бельгия, Нидерланды, Швейцария). Так, Великобритания и скандинавские страны, отказавшиеся от золотого стандарта в сентябре и октябре 1931 г., начали восстанавливать свои экономические системы гораздо раньше, чем страны, отошедшие от золотого стандарта в 1934 г. (Франция, Италия и др.).

Кризис 1929 г. и экономическая депрессия 1930–33 гг. нарушили не только сложившийся порядок на мировых финансовых рынках, но и привычный образ жизни множества людей, став причиной массовых беспорядков в Европе, в результате которых к власти пришли фашистские режимы в Германии, Италии и Испании, подтолкнувшие мир ко Второй мировой войне. На окраинах Берлина, Гамбурга, Дрездена и многих американских городов появились поселения безработных, построенные из всего, что попало под руку. Массовая безработица в Германии была одной из основных причин того, что национал-социалистическая партия Гитлера, обещавшего обеспечить всех работой, получила 6,5 млн голосов, а её количество мест в парламенте выросло с 12 до 107.

Депрессия 1930-х годов привела к усилению государственного регулирования во всех странах. На смену идеям свободной торговли и свободного движения капиталов пришёл государственный национализм. Влияние экономической депрессии ощущались около десяти лет, до самого начала Второй мировой войны. Это была целая эпоха 1930-х годов, вошедшая в историю под названием «Великая депрессия». За время «Великой депрессии» отчётливо проявилась потребность в новой финансовой архитектуре, хотя практически приступить к её созданию удалось только в 1944 г.

⁶⁵ Crafts N. Depression and Recovery in the 1930s: An Overview / N. Crafts, P. Fearon // The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 3.

США: нелегкая роль мирового кредитора

Возрастание значения США

«Америка стояла на заре Двадцатого Века... нация паровых экскаваторов, локомотивов, воздушных кораблей, двигателей внутреннего сгорания, телефонов и двадцатипятиэтажных зданий»⁶⁶. Первая мировая война, значительно ослабив экономические и финансовые системы Великобритании и других европейских государств, превратила США в наиболее богатую мировую державу и основного в мире кредитора. Президент Вудро Вильсон считал, что, поскольку Америка финансирует остальной мир, она получает и возможность руководить им. Так начиналась эпоха экономического и политического влияния Америки.

Одним из верных признаков возрастания значения Нью-Йорка как финансового центра было увеличение количества иностранных бумаг, обращавшихся в США. С 1900 по 1913 г. на американском рынке было размещено около 250 иностранных займов на общую сумму около 1,5 млрд долларов⁶⁷. В 1920-е годы, несмотря на попытки лондонского Сити вернуть себе былое влияние, для всех стало очевидным, что уже не Лондон, а Нью-Йорк стал основным международным финансовым центром. Тяготение мировых потоков капитала к Нью-Йорку говорило

⁶⁶ Доктору Э. Рэгтайм / Э. Доктору. – royallib.ru/book/doktorou_edgar/regtaym.html.

⁶⁷ Одной из основных причин повышения привлекательности американского рынка для капиталов стал рост банковских активов в США: с 1900 по 1910 г. их объём увеличился почти в два раза, с 10,78 до 22,4 млрд долларов. Активы институциональных инвесторов также выросли – у основного из них, страховых компаний, они увеличились за это время с 1,7 до 3,8 млрд долларов. Почти в два раза большим стало и количество индивидуальных инвесторов, с 4,4 млн в 1900 г. (около 6% населения США) до 7,4 млн в 1910 г. (около 8%) (Burk K. Money and Power: the shift from Great Britain to the United States / K. Burk // Finance and Financiers in European History, 1880–1960 / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 360).

само за себя, несмотря на все попытки Лондона вернуть золотой стандарт и доминирующее положение британского фунта⁶⁸.

До начала Первой мировой войны политика США, в том числе и финансовая, была ориентирована на изоляцию и невмешательство в европейские дела. Лето перед началом войны на финансовом рынке США было спокойным. Четыре года подряд цены на акции почти не менялись, а объёмы операций с ценными бумагами были невелики. Но когда Нью-Йорк достигли известия о том, что Австрия объявила войну Сербии, а в России началась всеобщая мобилизация, индекс Доу-Джонса снизился на три пункта – с 79 до 76, а цены на акции опустились на 7%. Хотя никто не считал, что Америка будет реально участвовать в войне, военные действия в Европе означали, что потоки капитала из Европы в Америку приостановятся. К тому же европейские кредиторы могли потребовать досрочного погашения кредитов (объём этих кредитов, предоставленных США и подлежащих погашению во второй половине 1914 г., достигал 500 млн долларов). Все эти опасения привели к тому, что за несколько дней курс доллара (до того стабильно державшийся на уровне 4,86 за фунт) начал снижаться, а капиталы стали утекать из США.

В 1914 г. в США была фаза общего сокращения экономической активности, переходящая в лёгкую форму депрессии. Но уже в декабре 1914 г. все изменилось – начало войны вызвало экономический подъём в Америке. В Европе рос спрос на американские боеприпасы и многие другие товары, производство которых во время войны в европейских странах было нарушено. За годы войны экспорт США вырос на 50%, а промышленное производство – на 20%, и, хотя население США в 1920 г. составляло лишь 6% общемирового, здесь производилось почти 50% мировой промышленной продукции.

Во время Первой мировой войны американские товары покупались в Европе частично за счёт кредитов, бравшихся Великобританией и Францией у США на суммы до 2 млрд в год, но в основном за золото, и американские золотые резервы выросли с 2 до 4 млрд долларов. В кругах американских финансистов это вызывало беспокойство: они понимали,

⁶⁸ Показательны суммы иностранных займов, размещенных в 1920-е годы через биржи Нью-Йорка и Лондона. Если в 1924 г. в США было размещено иностранных ценных бумаг на 969 млн долларов (в Великобритании – на 134 млн долларов), то в 1927 г. – уже на 1337 млн долларов (139 млн), а в кризисном 1929 г. – на 671 млн (94 млн) (Burk K. Money and Power: the shift from Great Britain to the United States / K. Burk // Finance and Financiers in European History, 1880–1960 / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 364).

что после окончания войны золото начнёт выводиться обратно в Европу, и это дестабилизирует финансовую систему США. В том же случае, если золото осядет в хранилищах американских банков, это приведёт к дефициту финансовых ресурсов в Европе, усилению общемирового финансового дисбаланса и непредсказуемым последствиям. Как показали дальнейшие события, эти опасения были обоснованными.

Общие убытки, причинённые войной, были огромны. В Германии и Франции, наиболее вовлечённых в военные действия, производство сократилось на 30%, в Англии – на 5%. Сумма военных расходов стран Европы достигла 200 млрд долларов, и большая часть из них была взята в долг у США. Так Америка, менее всего затронутая войной, оказалась в наиболее выгодном положении, а Первая мировая война необратимо изменила и финансовую, и политическую роль США по отношению к остальному миру.

Федеральная резервная система – ФРС (Federal Reserve System), в 1914 г. обладавшая лишь небольшим реальным влиянием, после получения в своё распоряжение огромных запасов золота стала крупнейшим игроком на мировых финансовых рынках. ВВП США вырос с 17,4 млрд долларов в 1899 г. до 40 млрд в 1914 г. (что приблизительно было равно совокупному ВВП Великобритании, Франции и Германии к началу войны). К 1918 г. он увеличился более чем на 50%, превысив 60 млрд долларов, а к 1929 г. достиг 103,1 млрд долларов. Добавленная стоимость промышленной продукции с 1899 г. по 1929 г. повысилась с 4,7 до 30,6 млрд долларов⁶⁹.

«Займы Свободы» и появление массовых индивидуальных инвесторов

За годы войны в США были выпущены крупные военные облигационные займы – «Займы Свободы» (Liberty Loans), получившие такое название от изображения на облигациях статуи Свободы – символа Америки. Облигации первого из займов приобрело 4 млн человек, второго – 9,4 млн, третьего – 18,4 млн и четвертого – 22,8 млн. Доходы по облигациям Liberty Loans не облагались налогом, но вначале инвестиционные банки и многие инвесторы скептически относились

⁶⁹ Baskin J. B. A History of Corporate Finance / J. B. Baskin, P. J. Miranti. – Cambridge: Cambridge University Press, 1997. – P. 167; Ahamed L. Lords of finance. 1929, the Great Depression, and the bankers who broke the world / L. Ahamed. – L.: Windmill Books – Random House, 2010. – P. 95, 100.

к перспективности этих займов и к возможности успешно разместить облигации на такие крупные суммы.

Казначейство, выпускавшее облигации, направляло их в Федеральный резервный банк Нью-Йорка, распределявший облигации среди других банков и биржевых брокеров для продажи индивидуальным покупателям. Казначейство контролировало размещение облигаций, которым руководил Льюис Франклин из «Guaranty Trust Company of New York». Первоначально размещение облигаций проходило достаточно вяло, но когда большие пакеты облигаций «Займов Свободы» с невысоким номиналом – 100 долларов – были проданы без комиссионных инвестиционным банкам и дилерам ценных бумаг, этот маркетинговый ход Казначейства США оказался удачным. Большинство крупных банков заинтересовались облигациями военных займов и занялись их размещением. Интерес банков был оправдан – они верно уловили новую тенденцию на рынке ценных бумаг.

В 1917 г. в США было 350 тыс. покупателей облигаций, а в 1919 г. – более 11 млн. человек. Большинство из подписчиков на военные займы никогда ранее не были связаны с облигациями и рынком ценных бумаг, и в этом смысле война стимулировала в США (как и в Великобритании) выход на рынок ценных бумаг множества новых индивидуальных инвесторов, открывших для себя новый и ранее не испробованный способ хранения своих сбережений. Поэтому Казначейство в 1919 г. назвало размещение военных займов Liberty Loans «величайшим финансовым успехом в истории»⁷⁰.

Возможно, слова о «величайшем финансовом успехе» были преувеличением, но использование Казначейством Федеральной резервной системы и тесно связанного с ФРС Федерального резервного банка Нью-Йорка было новым и достаточно удачным ходом, придав новому и пока ещё мало известному ведомству – ФРС – престиж и влияние на финансовом рынке.

Что же касается индивидуальных инвесторов, то их привлекало в облигациях «Займов Свободы» отсутствие налогов на доходы. Ранее инвестиционные банки и биржевые брокеры интересовались лишь крупными инвесторами, а мелкие индивидуальные потенциальные покупатели ценных бумаг (которых к 1919 г. оказалось более 10 миллионов) вынуждены были обращаться в букмекерские конторы (от

⁷⁰ Glass C. An Adventure in Constructive Finance / C. Glass. – N. Y: Doubleday, 1927. – P. 116.

англ. bookmaker – «делающий ставку»), больше всего связанные с бегами и со скачками.

Букмекерские конторы собирали деньги с мелких клиентов (обычно это были небольшие взносы), вкладывая их в игру на бирже по определённым позициям. Сам клиент, сделавший свою ставку, не принимал никакого участия в игре, никогда не был реальным владельцем ценных бумаг и даже не видел их. Букмекер, использовавший деньги клиентов для собственной спекулятивной игры, выплачивал им часть прибыли (в том случае, если он играл честно), нередко заниженную.

Если ранее ценные бумаги (особенно акции) приобретали в основном инвесторы с высокими доходами (более 20 тыс. долларов в год) и в 1914 г. таких инвесторов было около 80%, то уже в 1921 г. их количество сократилось до 47%. На смену им всё чаще приходили инвесторы с невысокими доходами (1–5 тыс. долларов в год): в 1917 г. их было 9,5%, а в 1921 г. – 23%. Так за годы войны за счёт военных займов произошёл радикальный сдвиг в сторону демократизации американского рынка ценных бумаг⁷¹.

Многие из новых мелких инвесторов неожиданно для себя поняли, что вложение своих сбережений на рынке ценных бумаг, то ли через букмекерские конторы, то ли через «Займы Свободы», – хороший способ уклонения от налогов. В то время система налогообложения позволяла без труда скрывать прибыли, полученные на рынке ценных бумаг (во всяком случае, это было гораздо проще, чем скрыть заработки). Это также привлекало на рынок многих новых инвесторов из различных слоёв общества.

Более осторожные инвесторы ограничивались вложением сбережений только в облигации, но парадокс был в том, что даже инвесторы, избегавшие рынка ценных бумаг, не могли уйти от его влияния. Коммерческие банки и инвестиционные трастовые компании выдавали крупные брокерские кредиты и были тесно вовлечены в спекуляцию на рынке ценных бумаг, а когда позже, во второй половине 1920-х годов, брокеры начали массово выдавать индивидуальным инвесторам кредиты за счёт средств, также взятых ими в кредит у банков, на рынке стала возникать грандиозная спекулятивная пирамида, в конечном результате приведшая к краху 1929 года.

⁷¹ Smith M. A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. – Chicago: University of Chicago Press, 2004. – P. 110–111.

«Дом Моргана» в годы войны

По словам Мюррея Ротбарда, «для адекватного понимания» американской финансовой политики в период между двумя мировыми войнами необходимо «изучать взаимоотношения главных финансовых групп»⁷². Перед Первой мировой войной все крупные финансовые операции на сумму более 10 млн долларов проводились при посредничестве либо «Дома Моргана» («House of Morgan»), либо одной из четырех других крупных компаний – «Kiedder, Peabody» и «Lee Hugginson» из Бостона, «National City Bank» или «Kuhn, Loeb and Company» из Нью-Йорка.

Двумя основными финансово-промышленными группами были, с одной стороны, «Дом Моргана» и связанные с Морганом политические и деловые круги, а с другой стороны – тройственный альянс Рокфеллера, Гарримана и Куна-Лоеба. Рокфеллер контролировал добычу нефти, Гарриман – железные дороги, а финансировал их проекты инвестиционный банк «Kuhn, Loeb and Company». Интересы этих групп, связанные с борьбой за сферы влияния в американском бизнесе, обычно были противоположны, определяя всю финансовую политику двадцатых – тридцатых годов.

Лидерство Джона Пирпонта Моргана признавали все, хотя многим не нравился свойственный ему авторитарный стиль управления. Банкирский дом Моргана сыграл решающую роль в разработке проекта создания Федеральной резервной системы (тайная встреча ведущих американских банкиров в ноябре 1910 г. в клубе Джекил-Айленд, на которой был выработан проект закона о ФРС, происходила на принадлежавшем Моргану курорте), затем именно люди Моргана проталкивали этот закон через Конгресс.

После создания ФРС в ней оказалось два полюса власти. Основным стал Федеральный резервный банк Нью-Йорка, руководимый Бенджамином Стронгом, тесно связанным с Морганом (Стронг ранее был президентом «Bankers Trust Company», а во время банковского кризиса 1907 г. – личным аудитором Дж. П. Моргана-старшего). В находившемся в Вашингтоне Совете ФРС влияние Моргана было гораздо слабее. Совет пытался принимать самостоятельные решения,

⁷² Ротбард М. История денежного обращения и банковского дела в США. От колониального периода до Второй мировой войны / М. Ротбард. – Челябинск: Социум, 2005. – С. 269.

чем в дальнейшем объяснялось частое отсутствие согласованности и единого мнения в руководстве ФРС, а вследствие этого – и в общей финансовой политике США.

Первоначально Дж. П. Морган занимался железными дорогами, но масштаб деятельности его банка всё более расширялся, став общемировым в 1890 г., когда после паники на бирже в Аргентине на грани банкротства оказался крупный британский банкирский дом Barings brothers, обратившийся за помощью к Моргану. На протяжении пяти лет Морган управлял банкирским домом Бэрингов, и за это время у него сформировались прочные связи с Лондонской биржей. В США Морган по сути выполнял роль центрального банкира, что особенно явно проявилось во время кризиса 1907 г. Во многом благодаря Дж. П. Моргану доллар приобретал значение мировой валюты, а золотой запас США возрастал.

Моргана окружал настоящий культ личности, хотя многие испытывали к нему чувство неприязни из-за чрезмерно жёсткой линии его поведения. Влияние «Дома Моргана»⁷³ пронизывало всю сферу финансовых услуг. В Нью-Йорке крупные банки имели контролировавшиеся людьми Моргана дочерние предприятия, занимавшиеся в основном операциями с ценными бумагами. Через эти дочерние предприятия крупные банки проводили подписку на выпуски ценных бумаг (в основном на облигации) и другие операции на вторичном рынке. Такие дочерние финансовые компании были у одного из крупнейших банков – «National City Bank», а Чарльз Митчелл, ставший управляющим этого банка, начинал свой путь в финансовой компании «National City Company». Влияние группы Моргана проявлялось в том, что его люди были связаны перекрёстным участием⁷⁴ в советах директоров банков и финансовых компаний в различных городах. Через сложную систему взаимных корреспондентских отношений крупные нью-йоркские банки обеспечивали кредитами более мелкие банки и

⁷³ Компания Моргана была основана в 1900 г., и к 1912 г. она выросла в 30 раз. Несмотря на большое количество акционеров, право на голосование в компании имели лишь три управляющих: Генри Дэвидсон, старший партнер «J. P. Morgan & Co»; Джордж Кэйс из «White and Case» – главный юрист Моргана; Дэниел Рейд, основатель контролировавшейся Морганом корпорации «U. S. Steel».

⁷⁴ Такое перекрёстно участие в советах директоров было запрещено после принятия закона Клейтона (Clayton Antitrust Act, 1914). В отличие от первого антитрестовского закона Шермана 1890 г. закон Клейтона уточнял, что его действие не распространяется на мелкие объединения, в том числе фермерские.

финансовые компании в других городах. Особенно хорошо эти связи были видны в страховом бизнесе. Три основные компании – «New York Life», «Mutual of New York», «Equitable Life» – ежегодно имели в своём распоряжении доход около 70 млн долларов, который необходимо было инвестировать в прибыльные ценные бумаги⁷⁵.

Благодаря перекрёстным связям представители финансово-промышленной группы Моргана и его партнёров Стилмана и Бейкера занимали 341 директорский пост в 112 крупнейших корпорациях с общей капитализацией 22,245 млрд долларов, 118 директорских постов в 34 банках и трастовых компаниях с капитализацией 2,679 млрд долларов, 30 директорских постов в 10 крупнейших страховых компаниях с капитализацией 2,293 млрд долларов – этот перечень можно было бы продолжить⁷⁶.

После смерти Дж. П. Моргана 31 марта 1913 г. в Риме, где Морган оказался во время традиционного круиза по Европе, выяснилось, что его личное состояние не так уж и велико для финансиста такого масштаба – 69,450 млн долларов. Власть привлекала Моргана гораздо больше, чем само по себе богатство, и вся система моргановского предельно централизованного «концентрированного капитализма» держалась на его личном престиже и почти диктаторской власти.

На власть «Дома Моргана» смерть Моргана-старшего почти не повлияла, а его место занял Дж. П. Морган-младший. Ушёл в прошлое разве что авторитарный стиль управления и диктаторские замашки Моргана-старшего, а создание ФРС США в 1913 г. и принятие закона Клейтона в октябре 1914 г. несколько ограничили возможности для такого авторитарного руководства в американском финансовом мире.

Так как закон Клейтона запрещал перекрёстные директорские посты, Дж. П. Морган-младший сразу же ушёл с постов директоров в «National City Bank» и «National Commercial Bank»; его партнёры

⁷⁵ Вице-президент «New York Life» Джордж Перкинс был партнёром Моргана и регулярно продавал своей страховой компании пакеты инвестиционных ценных бумаг, выгодных Моргану. Интерес Моргана к крупным страховым компаниям (он был среди крупнейших акционеров «Equitable Life») понятен – к 1913 г. совокупный объём инвестиций страховых компании в облигации (преимущественно государственные) достигал 1 млрд долларов, что говорит о масштабах прибылей в этом бизнесе (Гейст Ч. Р. История Уолл-стрит / Ч. Р. Гейст. – М.: Изд-во «Квартет-Пресс», 2001. – С. 165).

⁷⁶ Подробнее см.: Кори Л. Морганы. Династия крупнейших олигархов / Л. Кори. – М.: Центрполиграф, 2012. – С. 365–369.

вышли из состава советов других банков. Морган-младший официально высказал негативное отношение к перекрёстному директорату, оставил 18 других постов, а его партнёры отказались от 30 директорских постов в различных нефинансовых корпорациях. Однако по одному представителю в советах директоров 33 наиболее важных для «Дома Моргана» корпораций осталось, и по сути «система Моргана» мало изменилась, а демонстративный уход с ряда директорских постов был именно демонстративным. Так вместо системы общности интересов и взаимосвязанных директоратов банки усиливали консолидацию, объединение и централизацию финансовых ресурсов в гораздо большей мере, чем при Моргане. И законодательство президента Вудро Вильсона, в том числе закон Клейтона, несмотря на обещания возродить свободную конкуренцию, лишь укрепило систему крупного бизнеса.

Накануне войны, 30 июля 1914 г. в офисе «Дома Моргана» собрались представители бирж и крупнейших американских банков для обсуждения плана финансовых действий в случае начала войны. Рассматривалась возможность закрытия Нью-Йоркской биржи, так как для всех было очевидно, что с началом войны европейские владельцы крупных пакетов американских ценных бумаг начнут массово от них избавляться. Первоначально было решено биржу не закрывать, но после начала войны продажи американских ценных бумаг (и последовавший за этим обвал цен на них) оказались более массовыми, чем можно было предполагать.

Массовый сброс ценных бумаг коснулся прежде всего акций, показав, что США в 1914–15 гг. ещё зависели от иностранного капитала. Так, за 1915 г. инвесторы из стран Европы, нуждавшиеся в деньгах, избавились от акций американских железных дорог на сумму 1 млрд долларов (значительная часть этих бумаг продавалась в спешке с существенной скидкой). Эти акции охотно приобретали американские инвесторы, и всего с 1914 по 1916 г. ими было выкуплено у европейских инвесторов американских бумаг на общую сумму 2 млрд долларов.

Из-за падения курсов бумаг Нью-Йоркская биржа была закрыта на четыре месяца, и общий спад на американском финансовом рынке вынудил приостановить некоторые перспективные планы, в частности принятый за месяц до начала войны проект кредитования международной торговли и открытия для этого сети иностранных отделений «National City Bank» (в основном в Южной Америке). Спад в США продолжался до начала 1915 г., когда крупные займы странам

Европы, организованные Морганом, активизировали американскую финансовую систему.

После начала войны в США многие предлагали заморозить все американские выплаты золотом Европе, но Дж. П. Морган-младший настоял на том, что это негативно повлияет на роль США как мирового кредитора, а продолжение выплат продемонстрирует силу и возможности американского финансового рынка. Для обеспечения этих выплат «Дом Моргана» разместил золотой городской заём Нью-Йорка, и действительно продолжение выплат со стороны США сыграло решающую роль в том, что союзники начали брать всё более крупные займы в США, а Нью-Йорк превратился в основной финансовый центр мира.

Так за годы Первой мировой войны влияние «Дома Моргана» ещё более усилилось, особенно когда компания Моргана стала монопольным агентом по закупкам военного снаряжения, поступавшего в Англию и Францию. Так банкирский дом Моргана оказался основным финансовым посредником между США и Европой, контролируя все финансовые потоки. Занимался этими вопросами Томас Ламонт, второй по значимости человек после Джека Моргана.

Ламонту явно сопутствовала в жизни удача – начав свой путь со скромной должности финансового обозревателя газеты «New York Tribune», он в пригородном поезде случайно познакомился с партнёром Моргана Генри Дэвидсоном, и тот пригласил Ламонта на должность секретаря-казначея в компанию «Bankers Trust». В 1911 г. Ламонт стал партнёром Моргана, во время войны занимался кредитами для Франции и Великобритании. После окончания войны он был финансовым эмиссаром в Японии и Китае в 1920 г., в Мексике в 1921 г., затем в Австрии и Италии в 1923 г. В 1922 г. после смерти Г. Дэвидсона Ламонт занял его место. Томаса Ламонта считали представителем финансовой аристократии нового типа – работа в разных частях мира расширила круг его интересов, он любил общаться с интеллектуалами, дружил с Гербертом Уэллсом и Андре Моруа, финансировал издание «Saturday Review of Literature» и приобрел газету «New York Evening Post»⁷⁷.

Один из первых контрактов на закупки товаров в США за кредиты «Дома Моргана» был заключён в августе 1914 г., когда дочерняя компания «Дома Моргана» – «Морган, Харджес и К°» получила от банка Франции

⁷⁷ Lamont Thomas William // Current biography, 1940. – P. 476.

6 млн долларов золотом для открытия кредита в «Доме Моргана» – основной компании «Дж. П. Морган и К°» («J. P. Morgan and Company») для закупки в США товаров на 100 млн долларов. И хотя подобные сделки противоречили декларации президента Вильсона о нейтралитете США, о чём официально заявлял государственный департамент, Морган сумел обойти эти запреты. Закупки союзниками американских товаров стимулировали американскую экономику, и если бы они были прекращены, то экономическая депрессия в США продолжалась бы и, вероятнее всего, могла бы усилиться. Поэтому правительство Вильсона сняло ограничения на такие операции.

В октябре 1915 г. «Дом Моргана» выпустил облигационный заём на 500 млн долларов, успешно размещенный и принесший значительную прибыль, которую союзники могли полностью потратить на закупки американских товаров. Размер займа, управляемого «J. P. Morgan and Company», был в то время беспрецедентным, а синдикат, созданный для первичного размещения облигаций, также был весьма крупным – в дальнейшем идея такого займа была использована для кредитования Германии, чтобы она могла выплачивать военные репарации. Прибыль, получаемая участниками синдиката, составляла в среднем 10%, и критики, как обычно, обвиняли банкиров в том, что это чрезмерное вознаграждение за выпуск облигаций и их размещение. Однако это была вполне обычная практика, а прибыль в 10% суммы займа объясняла столь высокий интерес банков к участию в подобных займах.

Великобритания решила сделать «Дом Моргана» монопольным агентом по закупкам военных товаров. В английских финансовых кругах это вызвало критику, так как лишало возможности британские компании выстраивать конкурентные отношения с американскими промышленными корпорациями. Но для английского правительства такая позиция была выгодна – централизованные закупки американских военных товаров через Моргана не только упрощали заказы и доставку, но и позволяли сэкономить значительные суммы, обычно уходившие спекулятивным посредникам.

Масштабы закупок были настолько велики, что в США были построены многочисленные новые военные заводы. В дальнейшем практика закупок в кредит больших партий товаров стала массовой, оживив всю американскую промышленность. Частично оплата производилась наличными, полученными Великобританией и Францией от продажи крупных пакетов американских ценных бумаг, покупавшихся американскими инвесторами со значительной скидкой.

В 1915–1916 гг. могущество «Дома Моргана» было максимальным, но когда США вступили в войну, расстановка сил изменилась – был создан Военно-промышленный комитет (War Industries Board) под руководством Бернарда Баруха (Bernard Mannes Baruch, 1870–1965), получивший от правительства неограниченные полномочия распределять заказы союзников и принимать решение по их кредитованию. Назначение на этот пост Баруха, известного крупными биржевыми спекуляциями, вызвало недоумение и недовольство, но Вильсон приблизил к себе Баруха, и после окончания войны тот был советником президента США на Версальской мирной конференции.

Так как все решения по займам и закупкам военных товаров теперь принимало правительство, «Дом Моргана» утратил значение как посредник в финансировании Первой мировой войны. Влияние Морганов стало ещё больше ослабевать после смерти Стронга в 1928 г. Его преемник на посту руководителя Федерального резервного банка Нью-Йорка Дж. Харрисон также был ставленником Морганов, но Харрисон не имел таких связей и влияния, как Стронг. К тому же заканчивался срок правления президента Кэлвина Кулиджа, поддерживавшегося Морганом, и хотя Морган пытался уговорить Кулиджа баллотироваться на третий срок, тот не согласился на такой явно демонстративный шаг. Новый президент Герберт Гувер также был связан с Морганом, хотя и не настолько тесно, как Кулидж; особенно сильное влияние на Гувера имел Томас Ламонт.

«Дому Моргана» при всей его власти приходилось делить влияние с другими крупными участниками рынка финансовых услуг. Показательной была история банка «Lazard Freres & Co», одного из крупнейших среди таких столпов Уолл-стрит, как банки Morgan Stanley, Goldman Sachs, Merrill Lynch. Основным оружием конкурентной борьбы Lazard Freres было не столько финансовое превосходство, сколько накопленный интеллектуальный капитал и традиции конфиденциальности. Все это обеспечивалось тщательным подбором опытной команды инвестиционных банкиров – «Великих мужей», как их называли в Lazard Freres. «То, что на рубеже XX века у банка были собственные офисы в крупнейших финансовых центрах мира, делало Lazard совершенно уникальным. Ни один из динамично развивающихся банков, как правило, не имел представительств за пределами своего государства, за исключением разве что могущественного «J. P. Morgan & Co», который расширял своё влияние во всей континентальной Европе и Англии. Но всё же банк Lazard имел кое-что, чего не было даже в

всемогущего J. P. Morgan: статус американской фирмы в Соединённых Штатах, французской – во Франции и британской – в Соединённом Королевстве»⁷⁸.

Начало «эпохи процветания»

Вскоре после окончания войны в 1919 г. в Америке начался потребительский бум, приведший к росту инфляции, после чего Федеральный резервный банк начал повышать учётную ставку. В 1917 г. ставка составляла 3,5%, в 1918 г. – 4%, оставаясь такой до апреля 1919 г. Инициатором повышения ставки был руководивший банком Бенджамин Стронг, в конце сентября 1919 г. вернувшийся из Европы. Он предлагал ещё больше повысить ставку – с 4% до 4,75% с целью борьбы со спекулятивными настроениями рынка. Стронга не поддерживали ни Совет управляющих ФРС, ни руководители других федеральных резервных банков, понимавшие, что такая мера сразу же вызовет торможение роста. Но Стронгу всё же удалось настоять на своём⁷⁹. Начался экономический спад и волна банкротств. К середине 1920 г. депрессия стала развиваться особенно быстро (с мая 1920 по июнь 1921

⁷⁸ Многие считали, что они не рисковали капиталом, а предлагали интеллектуальный продукт – свои бизнес-идеи. Чем эффективнее была идея, а также способы её реализации, тем больше укреплялась нематериальная «валюта» Lazard, воплощённая в образе консультанта, достойного доверия. И тем больше становились суммы, которые руководившие компанией «Великие мужи» выкачивали из неё и переводили на свои личные счета, накопив огромные состояния. Но они так никогда и не признались, что в погоне за богатством руководство банка погрязло в интригах. Вместо этого они без всякой иронии говорили о своей причастности к Флорентийской гильдии, поддерживая миф о своей способности влиять на правительства и крупный бизнес по всему миру. История возникновения могущественного банка теряется в далеком 1848 г., когда два брата, 25-летний Александр и 18-летний Симон (евреи немецкого происхождения, эмигрировавшие в США из Франции) приехали в Новый Орлеан в поисках лучшей жизни. Вскоре к ним присоединился третий брат, Лазарь, и 12 июля 1848 г. братья открыли небольшую мануфактурную лавку по продаже французской одежды, и фирма получила название «Братья Лазарь» (Lazard Freres). Дела фирмы быстро пошли вверх, и в 1876 г. братья решили сосредоточиться исключительно на более прибыльном финансовом бизнесе, создав в Сан-Франциско банкирский дом с тем же названием «Lazard Freres». К тому времени в Калифорнии был бум добычи золота, и новый банк, имевший полноценные филиалы в Париже и Лондоне, специализировался на экспорте золота в Европу.

⁷⁹ Фридман М. Монетарная история Соединенных Штатов. 1887–1960 / М. Фридман, А. Шварц. – К.: Ваклер, 2007. – С. 218, 220–221.

г. цены резко упали на 56%) и более 2,5 млн человек остались без работы. Но к концу 1921 г. экономика снова стала расти.

В декабре 1921 г. ФРС снизила учётную ставку до 4,5% и начался длительный период экономического подъема 1920-х годов (Roaring Twenties – «бурные двадцатые годы», как их называли американцы), «эпоха джаза» и мир «великого Гэтсби»⁸⁰, воспетые Скоттом Фитцджеральдом в романе «Великий Гэтсби» и других книгах. Двадцатые называли «десятилетием доллара» и «новой эрой», а начало «всеобщего процветания» было провозглашено президентом Кэлвином Кулиджем – процветания, связанного с новыми технологиями: автомобилестроением, электро- и радиотехникой.

Развитие автомобильной промышленности в США стимулировало и другие отрасли, связанные с металлообработкой, добычей нефти и т. п. Когда в Америке возникла мода на «всеобщую автомобилизацию», автомобили Форда стали доступны обычным представителям среднего класса. Считалось, что каждая семья из этой социальной группы должна не только иметь свой автомобиль, но и переселиться из квартиры в пригородный коттедж, доступный благодаря наличию машины.

Когда «в Хайленд-Парке, штат Мичиган, первый автомобиль модели “Т” шатко съехал с конвейерной линии в траву под ясными небесами... изобретатель смотрел на него издали... Он изобрёл и разработал идею разбивки рабочих операций на простейшие элементы так, чтобы любой олух мог их производить». Так появился конвейер. Однако «достижения

⁸⁰ Джей Гэтсби, герой романа, быстро разбогател на нелегальной продаже алкоголя (в октябре 1919 г. в США был принят «сухой закон» и продажу алкогольных напитков временно запретили). Что означало в то время «быстро разбогател» и каковы могли быть доходы у таких, как Гэтсби? «Сухой закон» начал действовать с 1 января 1920 г., а действие романа происходило в середине 1922 г. – у героя было максимум полтора года, чтобы разбогатеть. Известно, что один из знаменитых главарей мафии 1920-х годов, Аль Капоне, признал на суде, что его доходы от нелегальной продажи алкоголя составляли 1 млн долларов за два года (1924–1925 гг.). Вероятно, за полтора года Гэтсби мог получить максимум миллион. К этому можно добавить доходы от операций с облигациями, которыми занимались люди Гэтсби, получая доход около 100 тыс. долларов в год. Вместе с облигациями доходы Гэтсби вряд ли могли превышать 1,2 млн долларов за полтора года. Впрочем, если считать, что финансовое благополучие в современном понимании гарантирует надёжность и стабильность жизни, то богатство таких героев 1920-х годов, как Джей Гэтсби, само по себе ничего не гарантировало – на эти деньги можно было лишь купить товары (включая приносящие доходы ценные бумаги и недвижимость) и услуги, т. е. потратить на потребление (Roose K. Was the Great Gatsby Broke? / K. Roose. – <http://nymag.com/daily/intelligencer/2013/05/was-the-great-gatsby-broke.html>).

Форда не вознесли его... на вершину пирамиды, ибо вершина была уже занята другим человеком» – Джоном Морганом⁸¹.

Вместе с подъёмом в экономике США начался потребительский бум – в магазинах спросом пользовались стиральные машины и пылесосы, мало распространенные в Европе; только в одном Нью-Йорке автомобилей было столько же, сколько во всей Германии. С 1923 по 1929 г. ВВП на душу населения вырос на 12,6% – с 763 до 859 долларов. Качество жизни в Америке в целом было намного выше, чем в европейских странах: рабочие на предприятиях получали по 6 долларов в день, а в Европе – в лучшем случае 2 доллара.

Начали вырисовываться очертания «американской мечты» об обществе массового потребления, отчетливо проявившиеся в 1950-е годы⁸². Символами новых ценностей общества потребления стали популярные в первой половине 1920-х годов книги президента Г. Гувера «Американский индивидуализм» («American Individualism»⁸³) и «Теория праздного класса» («The Theory of the Leisure Class»⁸⁴) американского экономиста и социолога Торстейна Веблена (1857–1929), провозгласившего идею «престижного потребления» – потребления ради повышения своего статуса.

⁸¹ «До этого Генри Форд был простым производителем машин. Сейчас он испытал такой мощный экстаз, какого до него не сподобился ни один американец, не исключая и Томаса Джефферсона. Он заставил машину повторять саму себя до бесконечности... Контролируя скорость конвейера, он может контролировать уровень выработки. Он вовсе не хотел, чтобы рабочий горбатил больше, чем надо. Каждая секунда должна быть необходима для работы, но ни одной секундой больше. Исходя из этих принципов, Форд установил конечную задачу индустриального производства – не только части продукции должны быть внутризамениемы, но и люди, выпускающие эту продукцию, должны быть внутризамениемы» (Доктороу Э. Рэгтайм / Э. Доктороу. – royallib.ru/book/doktorou_edgar/regtaym.html).

⁸² В эти годы среди американцев распространилась мода проводить время во Франции – стоимость франка была лишь 25% довоенной, и туда мог поехать любой американец, имевший 200 долларов (билет на пароход в туристическом классе стоил 80 долларов, а проживание во Франции обходилось очень дешёво). В Париже в 1926 г. жило 45 тыс. американцев, а около 200 тыс. туристов ежегодно приезжало на отдых. Все больше богатых американцев появлялось на Лазурном берегу, а в Париже они по низким ценам скупали недвижимость, вызывая негодование французской прессы (Il y a 500 000 Etrangers a Paris // Le Journal. – 1925. – February 2).

⁸³ Hoover H. American Individualism / H. Hoover. – N. Y.: Doubleday, Page & Company, 1922. – 72 p.

⁸⁴ Veblen T. The theory of the leisure class: an economic study of institutions / T. Veblen. – N. Y.: B.W. Huebsch, 1912. – 404 p.

Идея эта оказалась в начале двадцатых годов весьма своевременной и пришлась по душе многим в США. Когда частные потребители стали приобретать более 70% всей промышленной продукции, «общество престижного потребления» стало реальностью. Но распределение доходов в этом обществе оказалось, как обычно, весьма неравномерным – 5% населения контролировали 90% всех богатств, а средняя заработная плата была менее 1500 долларов в год (0,48 доллара в час при 44-часовой рабочей неделе). Единственным выходом для участия в «престижном потреблении» был кредит.

В 1920-е годы с помощью кредита покупалось 60% автомобилей и 80% радиоприемников, а общая задолженность по индивидуальным кредитам с 1925 по 1929 гг. выросла с 1,3 млрд. до 3 млрд. долларов. На волне быстрого и неожиданного богатства начал формироваться целый стиль жизни в кредит, столь характерный для Америки на протяжении всего XX в., и особенно 1990-х годов, которые часто сравнивают с 1920-ми. Возможность получить в кредит прямо сейчас всё и сразу опьяняла многих, и задумываться о том, как этот кредит нужно будет отдавать, никому не хотелось. Жизнь в кредит стала неотъемлемой частью общества двадцатых годов, создавая американское понимание богатства и финансового успеха. Но в двадцатые годы, в эпоху «великого Гэтсби» богатство многие понимали как возможность приобретать предметы и символы роскоши, как возможность тратить легко доставшиеся деньги, не задумываясь о сохранении богатства. Более зрелое представление о финансовом благополучии, дающем стабильность жизни, основанную на рациональных расходах и пенсионном обеспечении распространилось позже, уже после «Великой депрессии» 1930-х годов.

Бум на рынке недвижимости

Общий подъём 1920-х годов сопровождался бумом на рынке недвижимости. Строились жилые дома, отели, офисы, магазины, театры и множество других объектов. Все, кому позволяли это средства, мечтали о своём частном доме, причём не старом, а новом, со всей модной техникой. «Дом, где жили Бэббиты, был выстроен пять лет назад. Он весь был такой же удобный и такой же выложенный, как спальня. Здесь всё было выдержано в лучшем вкусе... Везде электричество заменяло свечи и грязные каминны. В спальне было три штепселя для ламп... в коридоре были специальные штепселя для пылесосов, а в гостиной – для торшера

и для вентилятора... у дома Бэббитов был только один недостаток: в нём не было домашнего уюта»⁸⁵.

Источниками финансирования всех этих проектов были крупные банки и трастовые компании в Нью-Йорке и Чикаго, выпускавшие ипотечные облигации (mortgage bonds), размещавшиеся среди более мелких банков и страховых компаний. Инвестиции в строительные проекты росли, достигнув к началу 1926 г. максимума в 12 млрд долларов, после чего строительный бум пошел на спад.

В 1925 г. всеобщее внимание привлекла спекуляция земельными участками во Флориде. Реклама рисовала заманчивый образ «американской Ривьеры», создающейся в тени пальм на берегу Карибского моря в Майами-Бич, Корал-Гейблс, Ист-Коуст, Палм-Бич и других городах на побережье, а название знаменитой улицы Ocean Drive в Майами стало в те годы одним из символов «американской мечты»⁸⁶.

Те, кто был готов поспешно расстаться со своими сбережениями, могли успеть инвестировать капиталы в мечту о коттедже возле пляжа. В действительности климат Флориды с частыми ураганами был не таким уж благоприятным, как казалось многим, а о том, что значительную часть побережья составляли тропические болота, реклама умалчивала. Пресса была полна историй о том, как купившие участок земли во Флориде в начале века за 25 долларов продавали его за 150 тыс. в 1925 г.,

⁸⁵ В таких новых домах, как и вообще в зажиточных кварталах, «было много женщин, которые ничего не делали. Хотя прислуги они держали мало, но при газовом отоплении, электрических плитах с мойками для посуды и пылесосами в выложенных кафелем кухнях квартиры у них были настолько удобные, что домашней работы делать почти не приходилось... Хотя существовала легенда, будто мировая война приучила людей считать всякую работу respectable, их мужья не позволяли им тратить время зря и забивать себе голову дурацкими идеями, занимаясь бесплатно общественной деятельностью, и ещё больше возражали против платной работы, чтобы не было повода для разговоров, будто мужья их плохо обеспечивают. Забот по дому им хватало часа на два, не больше, а в остальное время они объедались шоколадом, ходили в кино, разглядывали витрины магазинов» (Льюис С. Бэббит / С. Льюис. – [lib.aldebaran.ru/author/lyuis_sinkler/lyuis_sinkler_byebbit](http://lib.aldebaran.ru/author/lyuis_sinkler_lyuis_sinkler_byebbit)).

⁸⁶ «Я ведь ещё помню, когда Майами только начинал строиться... Всего несколько развалюх между полотном железной дороги и рекой... Несколько бедняков выращивали ранние помидоры и постоянно болели из-за простуды и лихорадки... а теперь любо-дорого посмотреть» (Дос Пассос Д. Большие деньги / Д. Дос Пассос. – <http://libs.net/index.php?id=123965>).

а некий человек, продавший свой пай в 1925 г. за 2 тыс. долларов, в разгар бума был готов выкупить его обратно за 36 тыс.⁸⁷

В разгар бума начали появляться индустриальные проекты, связанные с созданием во Флориде инфраструктуры, транспортной сети и т. п. В то время как индивидуальных инвесторов интересовали лишь жилые дома и земельные участки, такие проекты были рассчитаны на крупных корпоративных клиентов. Инвесторы «без умолку, перебивая друг друга, говорили о грузовых автомобильных перевозках, о соединительных маршрутах, о строительстве аэропортов, о земельных участках под них»⁸⁸.

В этом буме основным спекулятивным механизмом стала торговля ипотечными ценными бумагами – долговыми обязательствами, гарантировавшими право покупки земли по фиксированной цене при условии внесения 5–10% предоплаты. Залоговые обязательства можно было перепродавать как всякую ценную бумагу, и этим воспользовались спекулянты.

Чаще всего продавались не сами объекты недвижимости, а только права на них, оформленные в долговом обязательстве. Эти обязательства многократно покупались и продавались с прибылью, но с отсроченным платежом. Возникла длинная цепочка участников этой операции. Но для того, чтобы получить наличные деньги, кто-то в конце всей этой цепочки должен был их уплатить, и тогда они, за вычетом комиссионных всех участников, доходили до первого продавца. Если последний покупатель не мог найти, кому бы ещё перепродать обязательство, и не мог (или не хотел) сам уплатить по нему, то права возвращались предыдущему продавцу и т. д. Так вся цепочка нередко нарушалась. Подобные спекулятивные операции стали возможными благодаря тому, что необходимый для начала сделок авансовый платеж был небольшим⁸⁹. Но к 1928 г. стало уже ясно, что бум во Флориде закончился – сумма

⁸⁷ Parrish M. *Anxious Decades. America in Prosperity and Depression, 1920–1941* / M. Parrish. – N. Y.: W. W. Norton, 1992. – P. 226.

⁸⁸ «Только авиация способна сделать Майами настоящим Майами... всего восемнадцать, потом четырнадцать, а потом и десять часов полета – и ты в Нью-Йорке... с этим аэропортом мы станем отцами-основателями... всю жизнь ждал, когда можно будет сорвать приличный куш. Всю жизнь я работал только на других... Мне кажется, пора уже нажать своё состояние» (Дос Пассос Д. *Большие деньги* / Д. Дос Пассос. – <http://librs.net/index.php?id=123965>).

⁸⁹ «Недвижимость в Майами пользовалась спросом», и одному из участников таких операций «удалось получить тысячу долларов прибыли за свои права», хотя эти деньги существовали «только на бумаге» и «никак не удавалось получить деньги

платежей, проходивших через банки Майами, снизилась с 1066,5 млн долларов в 1925 г. до 143 млн в 2008⁹⁰.

Рынок ценных бумаг 1920-х годов

Американцев всегда считали нацией биржевых игроков – когда у американца появлялся миллион, он отправлялся с ним на биржу удвоить капитал, а если разорялся, то относился к этому философски и снова шёл работать простым клерком, чтобы повторить всё сначала⁹¹. Однако, несмотря на пристрастие к биржевой игре и лёгкое отношение к возможному банкротству, реальный объём американского рынка ценных бумаг в 1913 г. был не так уж велик – 15 млрд долларов, примерно такой же как и британского, хотя экономика США была в три раза больше британской. Капитализация рынка акций в 1913 г. составляла 39% ВВП (в Великобритании – 109% ВВП, во Франции – 78%, в Германии – 44%, в Японии – 49%, в России – 18%)⁹². Не отличался американский рынок ценных бумаг в предвоенные годы и особой динамикой: индекс Доу-Джонса колебался в пределах 50–100, а в 1920 г. долго держался на уровне 72. Быстрый рост рынка начался после того, как в 1922 г. ФРС снизило процентную ставку с 7 до 5% и длительное время удерживало её на этом сравнительно низком уровне. Удешевление кредита вызвало общий подъем 1920-х гг., индекс Доу-Джонса вырос с 67 в 1921 г. до 150 в 1925 г., доходы промышленных компаний с 1913 по 1925 г. увеличились в два раза.

В начале 1920-х годов наступили сроки погашения «Займов Свободы», и у 11 млн индивидуальных инвесторов появились свободные капиталы – колоссальный ресурс для новых инвестиций в ценные бумаги, выгодность которых стали понимать многие. Так началась одна из крупнейших инвестиционных волн XX в., – началась главным образом благодаря тому, что миллионы держателей погашаемых

наличными» (Дос Пассос Д. Большие деньги / Д. Дос Пассос. – <http://libs.net/index.php?id=123965>).

⁹⁰ Allen F. L. Only yesterday: an informal history of the 1920's / F. L. Allen. – New York: Harper, 1931. – P. 280–282.

⁹¹ Sobel R. Panic on Wall Street: A History of America's Financial Disasters / R. Sobel. – N. Y.: Beard Books, 1999 – P. 223.

⁹² Rajan R. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century / R. Rajan, L. Zingales // *Journal of Financial Economics*. – 2003. – Vol. 69. – Table 3.15. – <http://www.seyan.info/files/the%20great%20reversals.pdf>.

облигаций «Займов Свободы» получили свои деньги и прибыли, после чего поверили в надёжность ценных бумаг как инвестиционного инструмента.

Банки своевременно предвидели появление нового социального слоя массовых инвесторов и к тому времени уже начали создавать сеть дочерних компаний, специализировавшихся на инвестициях в ценные бумаги. Одна из первых таких компаний появилась в 1908 г., когда в Нью-Йорке «First National Bank» создал дочернюю «First Security Company». Первоначально операциями на рынке ценных бумаг занимался сам банк, имея обширный инвестиционный портфель. Но после того, как банк подвергся критике со стороны государственного контрольного финансового управления (Controller of the Currency) за чрезмерную связь с рынком ценных бумаг, была учреждена дочерняя компания и ей был передан портфель ценных бумаг. Так «First National Bank» первым начал работать с инвестированием сбережений среднего класса, создав модель «финансового супермаркета» (financial supermarket).

К 1914 г. распространённой стала практика приобретения работавших на рынке ценных бумаг брокерских фирм, которым передавались банковские инвестиционные портфели, – это было отражением общей тенденции повышенного интереса коммерческих банков к появлению массовых индивидуальных инвесторов (так, в 1916 г. «National City Bank» купил нью-йоркскую брокерскую компанию «Halsey and Company»).

Идея «финансового супермаркета» была весьма популярной в США на протяжении всего XX в. «Финансовый супермаркет», ориентированный на массовых индивидуальных инвесторов, предлагал им комплекс финансовых услуг – банковских, инвестиционных, страховых и т. п. В 1920-е годы «финансовые супермаркеты» специализировались в основном на продаже индивидуальным инвесторам облигаций, до середины 1920-х годов доминировавших на рынке (сектор облигаций достигал 75%).

В первой половине 1920-х годов «National City Bank» открыл отделения по продаже ценных бумаг в 50 городах США. В этих отделениях идея «финансового супермаркета» нашла практическое воплощение – в каждом из них было отделение банка, предлагавшее обычные банковские услуги, пункт продажи облигаций и трастовая контора. Клиент мог положить свои сбережения в банк на депозитный счёт, либо приобрести облигации, а трастовая контора предлагала услуги по управлению собственностью, в том числе капиталом и пакетами ценных бумаг. «National City Bank» развернул обширную

рекламную кампанию в прессе, чтобы привлечь внимание инвесторов к идее «финансового супермаркета»⁹³. Образцовым «финансовым супермаркетом» стала учрежденная «National City Bank» дочерняя «National City Company» (ей руководил Чарльз Митчелл), во второй половине 1920-х годов ставшая одним из крупнейших подписчиков на облигационные займы всех типов и продававшая своим клиентам ценные бумаги на 1–2 млрд долларов в год.

Компания Митчелла, опираясь на отделения «National City Bank» по всей стране, создала обширную сеть собственных филиалов, связанных частными линиями телефонной и телеграфной связи протяжённостью более 11 тыс. миль. В эту сеть входили сотни мелких дилеров, продававших ценные бумаги, а в штаб-квартире компании Митчелла в Нью-Йорке работало 2 тыс. человек. Представители компании утверждали, что они тщательно анализируют всю информацию о выпусках размещаемых ими облигаций, поэтому инвесторы могут не сомневаться в надёжности этих бумаг. Митчелл неоднократно заявлял, что его компания ни при каких обстоятельствах не отойдёт от этого принципа и не будет предлагать бумаги сомнительного качества. И действительно, многие облигации, распространявшиеся «National City Company», сохраняли высокие котировки, хотя сегодня трудно оценить в полной мере качество этих бумаг.

Изобилие свободных капиталов у массы мелких инвесторов вызвало расширение облигационного рынка, и он стал весьма богатым и разнообразным. Основными его сегментами были государственные (казначейские) бумаги, муниципальные, корпоративные, а также иностранные облигации. Среди корпоративных облигаций облигации железных дорог, преобладавшие в XIX в., всё больше уступали место облигациям промышленных компаний.

Ассортимент иностранных облигаций значительно расширился после того, как ФРС и Банк Англии весной 1925 г. достигли соглашения о мерах по укреплению британского фунта и ограничению утечки капитала из Великобритании. После этого доступ иностранных инвесторов на Лондонскую биржу был ограничен, и они переключились на Нью-Йоркскую биржу, тем более что учётная ставка в США была ниже и американские капиталы дешевле. Это вызвало поток иностранных ценных бумаг, прежде всего облигаций, устремившийся вместо Лондона

⁹³ Cleveland H. Citibank. 1812–1970 / H. Cleveland., T. Huertas. – Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1985. – P. 136–139.

в Нью-Йорк. А снижение учётной ставки в США и удешевление кредита стали одними из основных факторов, вызвавших беспрецедентный бум второй половины 1920-х годов на американском рынке ценных бумаг. Во время этого бума интерес инвесторов сместился с облигаций на акции, так как возможность быстро разбогатеть на рискованных спекуляциях с акциями была самым ярким элементом «американской мечты»⁹⁴.

В Нью-Йорке все только и говорили о возможности разбогатеть на операциях с ценными бумагами, и модной стала книга Т. Веблена «Теория праздного класса»⁹⁵. «Люди сейчас делают куда больше денег, чем когда-либо прежде в своей жизни, покупают акции, стиральные машины... и ещё посылают деньги престарелым родителям... Широкая реклама, умение вздуть цены на бирже расширение услуг телеграфных аппаратов, передающих сообщения с биржи, оборудование такими аппаратами всех брокерских контор, ясные увеличенные светящиеся строчки биржевых сообщений привели к вполне естественному результату – возникновению по всей стране повышенного интереса к фондовой бирже»⁹⁶.

Иногда можно встретить мнение, что «нет чёткого ответа, почему именно начался бум и почему он приобрёл такой размах к концу десятилетия», так как в первой половине 1920-х годов большинство акций имело заниженную оценку⁹⁷. С таким мнением трудно согласиться –

⁹⁴ Связь финансового капитализма и «американской мечты» о процветающем обществе массового потребления подробно рассматривается в другой, более ранней книге Чарльза Гейсста «Визионерский капитализм. Финансовые рынки и американская мечта в XX веке» (Geisst C. Visionary capitalism: financial markets and the American dream in the twentieth century / C. Geisst. – N. Y.: Praeger, 1990. – 191 p.)

⁹⁵ Veblen T. The theory of the leisure class: an economic study of institutions / T. Veblen. – N. Y.: B.W. Huebsch, 1912. (впервые была издана в 1899 г.)

⁹⁶ Семейные корпорации отошли в прошлое, став не модными, и все предприниматели только и говорили об учреждении новых акционерных обществ. Один из героев романа Д. Дос Пассоса «Большие деньги» хочет «сам управлять заводом в провинциальном городке и потом передать его по наследству своим внукам. Всё это было вполне приемлемо на севере штата Нью-Йорк в далёком прошлом... Теперь же, если бизнес топчется на одном месте, не расширяется, можешь положить его на полку, забыть о нём». Вместе с партнером Чарли они решают учредить «отдельную корпорацию» по производству самолетов. Чарли становится её вице-президентом с зарплатой 25 тыс. долларов год; с учетом инфляции – почти 500 тысяч по сегодняшним курсам (Дос Пассос Д. Большие деньги / Д. Дос Пассос. – <http://libs.net/index.php?id=123965>).

⁹⁷ Smiley G. Rethinking the Great Depression / G. Smiley. – Chicago: Ivan R. Dee, 2002. – P. 10.

ничего загадочного в начале американского бума не было, как и в том, почему он стал столь масштабным. Окончание войны и готовность общества к потребительскому ажиотажу, заторможенная повышением ставки и спадом 1919–20 гг., создали значительный потенциал на финансовых рынках, и, как только учётная ставка была снижена в конце 1921 г. до 4,5%, объёмы кредитования банками промышленных компаний стали быстро расти. В 1922 г. для этого предназначалось 47% всех кредитов (для рынка недвижимости – лишь 9% в 1922 г. и 18% в 1929 г.). Увеличивалось количество кредитов под залог ценных бумаг – корпоративных облигаций и акций (около 30% в 1926 г.)⁹⁸. Это изобилие свободных капиталов питало экономический подъём 1920-годов в США, стимулируя биржевую игру и рынок ценных бумаг, а новые, «высокотехнологичные» для своего времени компании «General Motors», «General Electric», «Radio Corporation of America» и другие обеспечивали устойчивый рост рынка акций.

Особенно модными были акции автомобильных компаний, а рекламный буклет «Крайслер» утверждал, что любой, кто купил на 100 долларов акции компании в 1923 г., к 1929 г. заработал 1353 доллара. Вложившему в 1920 г. 10 тыс. долларов в акции «General Electric» обещали, что к 1929 г. он будет иметь 1,5 млн долларов. Цифры были заманчивыми для всех, и то же самое касалось не менее модных электро- и радиотехнических компаний, а также первых авиационных предприятия – «Pratt & Whitney», «Northrop Aircraft», «Sikorsky Aviation»⁹⁹.

Всплеск интереса к авиации (и, соответственно, к ценным бумагам авиационных компаний) возник после полёта в Париж в мае 1927 г. знаменитого пилота Чарльза Линдберга. Первый беспосадочный полёт через Атлантической океан привлёк всеобщее внимание (предыдущие 12 попыток были неудачными, шесть пилотов погибли). Самолёт стал символом самых передовых инноваций, экономического бума, успеха и далёких перспектив, казавшихся в те годы безоблачными и достижимыми.

«Над головой в голубом небе гудит самолёт... Трансконтинентальные пассажиры уютно устроились в мягких креслах... большие люди с

⁹⁸ Fuller R. L. *Phantoms of Fear. The Banking Panic of 1933* / R. L. Fuller. – Jefferson (North Carolina) and London: McFarland & Co Inc. Publishers, 2012. – P. 13.

⁹⁹ Parker S. *The Great Crash. How the Stock Market Crash of 1929 Plunged the World into Depression* / S. Parker. – L.: Piatkus, 2008. – P. 16.

банковскими счетами, у них хорошо оплачиваемая работа, их встречают у подъезда привратники, миловидные телефонистки приветствуют их, говорят “доброе утро!” Трансконтинентальный пассажир думает о контрактах, прибылях, путешествиях во время отпусков, об этом могучем континенте, протянувшемся от Атлантического до Тихого океана, о власти, о шелесте долларовых бумажек; перенаселённые города, безлюдные горы, индейская тропа, ведущая к гужевой дороге, асфальтированное платное шоссе, авиатрасса; поезда, самолеты: история ускорения ценой в миллиарды долларов»¹⁰⁰.

Начало бума 1920-х годов на рынке ценных бумаг можно отнести ко второй половине 1924 г., когда наметилась тенденция к устойчивому росту курса акций. Этот рост продолжался в течение всего 1925 г. Средняя цена акций 25 крупнейших промышленных компаний в мае 1925 г. составляла 106 долларов, в конце года – 134 доллара, к концу 1925 г. – 181 доллар. Дальнейшее повышение курсов происходило в 1926 и 1927 гг.

Это не могло не привлечь внимание инвесторов. Если раньше акции приобретали преимущественно представители ограниченного круга состоятельных предпринимателей, то в 1920-е годы рынок акций стал действительно массовым, а интерес к этим бумагам затронул такие слои индивидуальных инвесторов, которые ранее никогда бы не рискнули вкладывать свои сбережения в акции. Отражением новых настроений и всеобщего интереса к бумагам акционерных компаний стало появление в 1924 г. книги Эдгара Лоуренса Смита «Акции как инструмент долгосрочного инвестирования», переизданной в 2003 г.¹⁰¹.

«Скоро все мы будем с большими деньгами», – верит герой романа «Большие деньги» Чарли, и действительно, выпущенные его компанией акции быстро выросли в цене. На всю прибыль Чарли продолжает скупать акции. Вначале он делает это без какой-либо системы, наугад. «Чарли решил бросить монетку, чтобы попытаться судьбу. Выпал орёл. Он позвонил в офис и распорядился скупать акции по первой объявленной на следующий день цене». Вскоре он приобретает опыт и при первой же возможности начинает использовать инсайдерскую информацию, получив телеграмму от знакомого сенатора о готовящемся законопроекте. «На следующую ночь телеграфные агентства передали

¹⁰⁰ Дос Пассос Д. Большие деньги / Д. Дос Пассос. – <http://librs.net/index.php?id=123965>).

¹⁰¹ Smith E. L. Common Stocks as Long Term Investments / Smith E. L. – N. Y.: Kessinger Publishing, 2003. – 136 p.

сообщение о внесении в конгресс законопроекта о субсидировании пассажирских аэролиний, и акции авиационных заводов мгновенно взлетели вверх. Чарли продал всё, что у него было, по самой высокой цене и... стал, потирая руки, ожидать окончательного результата». И хотя «вечерние газеты не подтвердили сообщения телеграфных агентств», свою прибыль Чарли уже получил. Через неделю он начал скупать упавшие в цене собственные акции, «но уже по цене на двадцать пунктов ниже»¹⁰².

1920-е годы получили название «великого бычьего рынка Кулиджа» (в 1925 г. Кэлвина Кулиджа избрали президентом на второй срок). Кулидж, «молчаливый Кэлвин» («Silent Cal»), как его называли американцы, игнорировал все предупреждения о неминуемом кризисе со стороны министра торговли Герберта Гувера (будущего президента) и продолжал ослаблять государственное регулирование в финансово-кредитной политике.

В эпоху «бычьего рынка» возникли крупные акционерные корпорации в сфере автомобильной промышленности, электро-, радио- и фототехники – «General Motors», «General Electric», «Radio Corporation of America» (RCA), «Eastman Kodak» и др. Эти корпорации требовали значительного объёма акционерного финансирования, а выпущенное ими огромное количество ценных бумаг обеспечивало активную динамику рынка ценных бумаг в 1920-е годы. Стоимость акций, находившихся в обращении на рынке США, выросла с 405 млн долларов в 1910 г. до 9,4 млрд в 1929 г.¹⁰³, а ежегодный объём операций с ценными бумагами на Нью-Йоркской бирже (New York Stock Exchange, NYSE) – со 159 млн долларов в 1909 г. до 1,1 млрд долларов в 1929 г. накануне кризиса (объём операций с облигациями в это время оставался приблизительно одинаковым, в диапазоне 2,8–3,4 млрд. долларов).

Одним из символов бума 1920-х годов стала компания «General Motors», созданная в 1908 г. Уильямом Дюрантом, скупившим несколько мелких автомобильных предприятий. В 1920 г. контрольный пакет «General Motors» приобрела семья Дюпон, и к этому времени компания производила 250 тысяч машин в год, давая прибыль 30 млн долларов (её капитализация была 200 млн долларов). К 1925 г. компания считалась самой успешной в США, она производила 800 тыс. машин в год (25%

¹⁰² Дос Пассос Д. Большие деньги / Д. Дос Пассос. – <http://librs.net/index.php?id=123965>.

¹⁰³ Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – P. 353.

производства автомобилей) и давала 110 млн долларов прибыли. Курс акций «General Motors» с 1920 по 1925 гг. вырос на 400%, с 25 до 100 долларов за акцию. Благодаря таким компаниям как «General Motors», «General Electric», «Radio Corporation of America», «Eastman Kodak» и др., ориентированных на технологические инновации, на рынке ценных бумаг начался быстрый рост.

Ежегодно в этот рынок инвестировалось около 1 млрд долларов¹⁰⁴, количество акций, обращавшихся на Нью-йоркской бирже, увеличилось с 0,5 млн в 1925 г. до 0,757 млн в 1928 г. и 1,127 млн в 1929 г., а общая капитализация рынка акций возросла с 15 млрд долларов в 1913 г. до 34 млрд в 1925 г. и 64 млрд в 1929 г. Как считалось в те годы, нужно было быть глупцом, чтобы не принять участия в этой игре, обещавшей возможность быстро разбогатеть¹⁰⁵.

Дисбаланс между быстрым ростом производства и медленным ростом потребления

Особенностью подъёма 1920-х было общемировое несоответствие между быстрым ростом производства и медленным ростом потребления (общемировое производство возросло в 1920–1930 гг. на 42%, а объём международной торговли товарами – только на 13%). Особенно сильным этот дисбаланс был в США, где даже в годы наибольшего бума (с 1921 по 1929 г.) потребление отставало от выпуска продукции. Философия общества массового потребления только начинала формироваться, и многие еще не были готовы расставаться со своими сбережениями, а пользоваться кредитом также были готовы не все. Из-за этого объём производства вырос только на 26%, промышленные предприятия нередко работали не на полную мощность (недогрузка производства достигала 19%), а количество безработных даже в лучшие оставалось не менее 2 млн человек¹⁰⁶.

¹⁰⁴ Ahamed L. Lords of finance. 1929, the Great Depression, and the bankers who broke the world / L. Ahamed. – L.: Windmill Books – Random House, 2010. – P. 272–273.

¹⁰⁵ Parrish M. Anxious Decades. America in Prosperity and Depression, 1920–1941 / M. Parrish. – N. Y.: W. W. Norton, 1992. – P. 227–228.

¹⁰⁶ Недогрузка производства и безработица отмечались преимущественно в текстильной, угольной и металлургической промышленности (Экономическая история мира : в 6 т. / Под общ. ред. М. В. Конотопова. – Т. 4. – М.: КноРус, 2008. – С. 32).

Дисбаланс производства и потребления породил тенденцию злоупотреблять легкодоступными кредитами, предлагавшимися с целью активизировать потребление – особенно после того, как после периода ограничений в предоставлении кредитов в начале 1920-х годов ФРС изменила в 1924 г. свою политику и стала стимулировать расширение кредитования, чтобы так стимулировать экономический рост.

Сбережения населения увеличивались, и многих привлекала возможность получить прибыль с помощью акций, связанных с новыми в то время технологиями – автомобильной и авиационной промышленностью, а также электро- и радиотехникой. К тому же прибыльность акций постоянно увеличивалась – с 1926 по 1929 г. она выросла с 9,5 до 11,4%. Хотя цены на акции были значительно завышены и разрыв между номинальной стоимостью и рыночной всё больше увеличивался, большинство инвесторов об этом не думали. До 80% акций покупались в кредит. Такие кредиты выдавались биржевым брокерам и индивидуальным клиентам для покупки ценных бумаг (около 25% стоимости бумаг инвестор оплачивал сразу, а остальную часть суммы – за счёт брокерского кредита). Кредиты для покупки ценных бумаг выросли с 1 млрд долларов в год в начале 1920-х годов до 9,2 млрд в 1929 г. Кроме того, дестабилизирующее влияние имело и то, что в США рынок ценных бумаг был тесно связан с денежным рынком. Объём инвестиций американских банков в ценные бумаги достиг в сентябре 1929 г. 6,5 млрд долларов.

Глобальный дефицит золота и политика ФРС США

В середине 1920-х далеко не все были в восторге от бума на рынке акций, и многие требовали от ФРС положить конец «разгулу спекуляции». Управляющий ФРС Адольф Миллер негативно относился к росту рынка ценных бумаг, полагая, что он отвлекает капиталы из реальной экономики. Особенное беспокойство у Миллера вызывало увеличение объема брокерских кредитов – верный признак усиления спекулятивных настроений на рынке акций.

Миллера поддерживал министр торговли Герберт Гувер, будущий президент США. Оба считали, что в раздувании спекулятивного пузыря был виноват управляющий Федеральным резервным банком Нью-Йорка Бенджамин Стронг, искусственно удерживавший заниженную в условиях бума процентную ставку 4%, чтобы помочь управляющему

Банка Англии Монтегю Норману удерживать завышенный курс фунта. О дружеских отношениях между Стронгом и Норманом было известно (сохранилась их личная переписка), поэтому такая версия вполне правдоподобна. Впрочем, возможно, дело было не столько в личной дружбе, сколько в тесных связях и Стронга, и Нормана с Морганом.

При создании ФРС в этой организации изначально было заложено разделение функций между Советом управляющих и федеральными резервными банками (крупнейшим из них был Федеральный резервный банк Нью-Йорка, руководимый Стронгом). Эта организационная особенность Федеральной резервной системы в 1920-е годы создала массу проблем и породила постоянную борьбу за власть между Советом управляющих ФРС и Федеральным резервным банком Стронга. Первоначально Стронг и его банк имели большее влияние, чем Совет управляющих, затем позиции Стронга стали ослабевать, а после его смерти возросло значение Совета. Этой неявной борьбой за власть и конкуренцией объясняется многое в событиях двадцатых годов – частая несогласованность, а временами и непоследовательность политики ФРС в самые ответственные моменты во время бума и краха 1929 г., а также в годы последовавшей за крахом депрессии.

После того как для восстановления британского престижа (символом которого был стабильный курс 4,86 доллара за фунт) Великобритания в 1925 г. по инициативе Уинстона Черчилля, в те годы канцлера казначейства (министра финансов), вернулась к золотому стандарту, цены на английские товары (в долларовом эквиваленте) стали завышенными, и эти товары стали утрачивать конкурентоспособность на мировых рынках. Начался массовый отток золота из Великобритании в США. Остановить этот процесс могло бы только снижение учётной ставки в США и уменьшение привлекательности американского рынка для инвесторов.

Ещё в 1925 году такая возможность обсуждалась на встрече представителей Англии, Франции, Германии и США. А в июле 1927 г. в США прибыли Монтегю Норман (управляющий Банком Англии), Шарль Рист (заместитель управляющего Банком Франции) и Ялмар Шахт (управляющий Рейхсбанком Германии). Целью встречи было обсуждение соглашения 1925 г. о взаимной политике «лёгких денег». Если бы американская сторона согласилась снизить учетные ставки, отток золота из Великобритании и с европейских рынков в целом уменьшился бы, а напряжённость на этих рынках ослабела бы. В таком случае золото, вывозимое из США, оседало бы в Европе, что

способствовало бы стабилизации валют европейских стран. В результате переговоров было достигнуто соглашение о том, что возглавляемый Стронгом Федеральный резервный банк Нью-Йорка (а за ним восемь других резервных банков) снизят учётную ставку с 4% до 3,5%.

Это было сделано несмотря на многочисленные протесты критиков, предупреждавших, что такое решение, принятое с целью помочь европейским валютам в условиях растущего дефицита золота, может иметь весьма негативные последствия для США и придаст буму на рынке ценных бумаг неконтролируемый характер. Критики считали, что Норман вместе с Шахтом оказали давление на Стронга, внушив ему, что помощь Европе является приоритетной задачей и склонив его к принятию решения, нанесшему в конечном счете прямой ущерб интересам США и вызвавшему крах 1929 г.

И действительно, с 1925 по 1928 г. рынок ценных бумаг вырос более чем на 200%. К концу 1927 г. индекс Доу-Джонса превысил 200, а объём онкольных брокерских кредитов (увеличение которых уже вызывало беспокойство у многих, в том числе у Стронга) вырос с 3,3 млрд долларов в начале 1927 г. до 4,4 млрд в начале 1928 г.¹⁰⁷ и 9,2 млрд к октябрю 1929 г.¹⁰⁸. Спрос инвесторов на акции рос, что вызывало постоянное повышение их цены. Хотя учетная ставка ФРС составляла 3,5%, брокеры, кредитовавшие индивидуальных инвесторов в условиях динамичного расширения рынка, были готовы брать кредиты под 12% и более, что наглядно показывает выгодность спекулятивного бизнеса на рынке онкольных кредитов.

На рынке онкольных кредитов начали занимать капиталы банки и компании из других стран, что совершенно не входило в планы ни ФРС, ни европейских центральных банков, но повлиять на ситуацию они не могли – быстро растущий рынок брокерских кредитов был настолько прибыльным, что продолжал притягивать к себе капиталы со всего мира.

Банки обычно были материнскими компаниями для дочерних брокерских фирм. Банки брали крупные кредиты под 3,5%, затем кредитовали свои дочерние брокерские компании, которые кредитовали биржевых спекулянтов под 12%. Одним из самых крупных

¹⁰⁷ Hoover H. The Memoirs of Herbert Hoover: The Great Depression, 1929–1941 / H. Hoover. – New York: Macmillan. 1952. – P. 11.

¹⁰⁸ Fuller R. L. Phantoms of Fear. The Banking Panic of 1933 / R. L. Fuller. – Jefferson (North Carolina) and London: McFarland & Co Inc. Publishers, 2012. – P. 14.

корпоративных участников на рынке онкольных кредитов была компания «Standard Oil of New Jersey».

На фоне общего бума банки, воспользовавшись удешевлением кредита, увеличили свои инвестиции в акции, курсы которых стабильно росли. Пакеты акций начали скупать крупные компании – «Standard Oil of New Jersey» каждый день выдавала 69 млн долларов кредитов для вложения на рынке ценных бумаг, компании «Electric Bond» и «Share» – более 100 млн каждая. Некоторые компании (например, «Cities Service») даже распродали свои активы, используя полученные деньги для вложения их в акции¹⁰⁹.

Повышение доступности кредитов, использовавшихся для приобретения ценных бумаг, стало верным признаком приближения дестабилизации рынка. И хотя в истории бывали периоды и более дешёвых кредитов, снижение ставки до 3,5% в сочетании с устойчивым повышением курса акций вызвали раздувание спекулятивного пузыря, первые признаки чего отмечались уже весной 1928 г.

Слишком быстрый рост рынка ценных бумаг беспокоил и Стронга, о чём он не раз упоминал в письмах Норману. Стронг понимал, что все кризисы, пережитые США начиная с 1837 г., начинались с раздувания рынка ценных бумаг, но было непросто провести грань между естественной реакцией рынка акций на экономический рост, вызванный технологическими инновациями, и спекулятивным пузырьём. В Америке не было никаких признаков инфляции, и Стронг принял решение, что со стороны ФРС не следует ограничивать рост рынка¹¹⁰. Хотя Стронга, удерживавшего низкие учётные ставки, считают одним из виновников краха 1929 г., в 1927 г. его позиция была по своему верной: в сущности, на рынке ценных бумаг еще не было спекулятивного пузыря, а его повышение соответствовало общему экономическому росту.

Цены на акции поднимались устойчиво, но не чрезмерно, а отношение цены к прибыли (один из основных показателей стабильности рынка) оставалось на уровне 11 – намного ниже опасного уровня 20, после которого, как считается, начинается переоценка бумаг и раздувание спекулятивного пузыря (в 1929 г. накануне краха этот показатель

¹⁰⁹ Stock Exchange Practices. Hearings before the Committee on Banking and Currency Pursuant to Senate Resolution 84 and S.Res. 56 and S.Res. 97.: 1932–1934. – Washington, DC, 1934. – P. 16. – <http://fraser.stlouisfed.org/publications/sensep/>.

¹¹⁰ Chandler L. V. Benjamin Strong: Central Banker / L. V. Chandler. – Washington, DC: Brookings Institute, 1958. – P. 428.

достигал 32). В одной из ведущих компаний, «General Motors», с 1925 по 1927 г. прибыли выросли в 2,5 раза (годовой доход достигал 250 млн долларов), цены на акции – в 4 раза. Капитализация компании в 1927 г. составляла 2 млрд долларов, но при отношении цены к прибыли менее 9 такую оценку компании можно было считать вполне реалистичной и не завышенной.

Хотя Миллер и Гувер критиковали Стронга за взятый им с начала 1920-х годов курс на низкие процентные ставки, ФРС продолжала удерживать ставку на уровне 3,5%, мотивируя это тем, что во всём мире отмечалось снижение оптовых цен (в США в 1926 г. оптовые цены действительно снизились на 10%, розничные – на 2%). Такое снижение было признаком нарастающего глобального дефицита золота – страны, возвращающиеся к золотому стандарту (как это сделала Великобритания в 1925 г.), пытались увеличить свои золотые запасы, но количество золота в мире было ограниченным. Поскольку согласно сущности золотого стандарта цена золота была фиксированной, увеличение его дефицита отражалось не на цене самого золота, а на снижении оптовых цен на остальные товары.

Переизбыток свободных капиталов в США приводил к тому, что они всё больше экспортировались в другие страны, в основном в Великобританию (одна из крупнейших в то время британских компаний – дочернее подразделение американской «General Electric» – на 40% принадлежала инвесторам из США). Экспорт капитала стимулировался появлением нового финансового инструмента – американских депозитарных расписок (American Depositary Receipts, ADRs), использование которых давало возможность обойти ограничение на международные операции с ценными бумагами¹¹¹.

Экспорт капитала из США значительно сократился вследствие раздувания спекулятивного пузыря на американском рынке акций

¹¹¹ Депозитарная расписка (англ. depositary receipt) – производная ценная бумага, предназначенная для упрощения выхода национальных эмитентов акций и облигаций на развитые рынки ценных бумаг других стран и для вложения капиталов в иностранные ценные бумаги. Депозитарная расписка подтверждает право собственности на определённое количество акций, облигаций или других ценных бумаг иностранного эмитента, переданных для хранения в банк-депозитарий. Биржевая цена депозитарной расписки изменялась в зависимости от цены на базовые ценные бумаги. В 1927 г. банк J. P. Morgan для операций с ценными бумагами английской компании «Selfridges Retail Ltd.» выпустил первые депозитарные расписки (тогда они назывались депозитарными сертификатами, ADS).

в 1928–1929 гг. – все внимание инвесторов было обращено на акции и на брокерские кредиты, на которых можно было получить гораздо большую прибыль, чем на экспорте капитала.

Нарастание спекулятивного пузыря на рынке ценных бумаг

В начале 1928 г. Б. Стронг признал, что снижение ставки до 3,5% было ошибкой, и в феврале ФРС повысила ставку до 4%, в мае – до 4,5% и в июне – до 5%. Но многие (начиная с А. Миллера) считали, что именно этот шаг Стронга в 1927 г. стал тем толчком, который породил последовательность событий, приведших к краху 1929 г. и к «Великой депрессии» 1930-х годов.

С 1925 по 1929 г. количество промышленных предприятий выросло со 183,9 тыс. до 206,7 тыс., а объём выпущенной продукции – с 60,8 до 68 млрд долларов. Индекс промышленного производства ФРС США, составлявший 67 пунктов в 1921 г. и 100 пунктов в 1923–1925 гг., в июле 1928 г. достиг 110, а в июне 1929 – 126 пунктов. Одними из наиболее быстро растущих стали акции «Radio corporation of America» (RCA), курс которых только лишь за один день 12 марта поднялся на 18 пунктов¹¹². За год курс акций RCA вырос с 85 до 420 (хотя по этим акциями обещанные дивиденды так никогда и не были выплачены), «Du Pont» – с 310 до 525, «Montgomery Ward» – со 117 до 440, «Wright Aeronautic» – с 69 до 289 долларов¹¹³

К середине 1928 г. уже были все признаки, что на рынке ценных бумаг начинает надуваться грандиозный спекулятивный пузырь, и ко второй половине 1929 г. индекс Доу-Джонса поднялся с 200 до 380. Курсы акций выросли почти на 100% без всякой связи с увеличением доходов корпораций (в 1928–1929 гг. они повышались в среднем на 10% в год). В биржевую игру включилось около 2–3 млн неопытных индивидуальных инвесторов, что было верным признаком начала биржевого ажиотажа; среди новых участников биржевой игры около 30% составляли женщины. «Женщины проникли на рынок акций. Из гостиной, кухни и магазинов, из школы и театра они устремились сюда

¹¹² Allen F. L. Only yesterday: an informal history of the 1920's / F. L. Allen. – New York: Harper, 1931. – P. 224.

¹¹³ Гелбрейт Д. К. Великий крах 1929 года / Д. К. Гелбрейт. – Минск: Попурри, 2009. – С. 35.

в надежде на лёгкое и быстрое обогащение»¹¹⁴. А старых биржевиков, игравших по правилам, оттеснила масса новых участников биржевого бума, игравших интуитивно. «Игра на рынке акций стала модным времяпрепровождением, и неопытные новички заполнили биржу... Такой публики сейчас на Уолл-стрит тысячи, а может быть даже миллионы. Эти непрофессиональные трейдеры лихорадочно покупают и продают акции... Сובлазн разбогатеть на такой игре велик, и мало кто помнит о возможности неудачи»¹¹⁵. Количество брокерских контор выросло с 700 в 1925 г. до более чем 1600 в 1929 г., а газеты постоянно публиковали обычные во время биржевых бумов истории о том, как очередной начинающий инвестор быстро разбогател.

Среди трейдеров на рынке акций наиболее знаменитым в те годы был, пожалуй Уильям Дюрант, в один из основателей «General Motors». Продав свой пакет акций GM Моргану и Дюпонам, Дюрант полностью погрузился в спекуляции на рынке акций. Организовав синдикат, в который вошли его друзья и знакомые, Дюрант создал крупный пул инвестиционных капиталов, приобретя акций на 4 млн долларов (по примеру Дюранта создание таких пулов в конце 1920-х быстро стало популярным методом инвестирования на рынке акций).

По слухам, накануне краха 1929 г. Дюрант только за три месяца заработал 50 млн долларов, а его годовая прибыль достигала 100 млн, что быстро сделало его знаменитым биржевиком. Дюрант сделал ставку на публичность информации о своей деятельности, и пресса постоянно писала о его удачных сделках. Благодаря такой информационной открытости замысел Дюранта оправдался: публика стала относиться к нему с доверием, считая честным игроком и внимательно следила за тем, какие акции покупает Дюрант. Когда на эти акции начинался массовый спрос, их цена повышалась, и синдикат Дюранта с выгодой продавал акции. Схема была традиционной и вполне обычной для рынка ценных бумаг; говорить о том, что Уильям Дюрант был более честным игроком, чем другие, было бы, мягко говоря, наивно. Но кампания в прессе была спланирована им удачно – Дюрант широко использовал заказные статьи в газетах (такая практика была в то время привычной) и целенаправленно распространял слухи, выгодные для своего бизнеса.

¹¹⁴ McMullen F. D. Army of Woman, who Watch the Ticker, Queen Nefertiti / F. D. McMullen // The New York Times. – 1929. – March 31. – P. 139.

¹¹⁵ Wamsley W. F. The Magnet of Dancing Stock Prices / W. F. Wamsley // The New York Times. – 1929. – March 24. – P. 87.

Общий подъём на рынке ценных бумаг и ажиотаж на бирже затронули и внебиржевой рынок. В Нью-Йорке «уличная биржа» (Curb Exchange, дословно «биржа на тротуаре») возникла в начале XIX в. На ней обращались бумаги, не вошедшие в котировки Нью-Йоркской биржи, а среди брокеров «уличной биржи» сформировались свои традиции и правила операций. С начала XX в. на этой бирже стали определять свои котировки и составлять их список. Усилия придать «уличной бирже» более организованную форму привели к появлению в 1908 г. «Агентства Нью-Йоркского уличного рынка» («New York Curb Market Agency»). Руководили агентством лидеры этого рынка Эммануэль Мендельс (Emanuel S. Mendels) и Карл Форцхеймер (Carl H. Pforzheimer). Чаще всего на «уличной бирже» проводились операции с акциями компаний, имевших небольшую капитализацию и не котирувавшимися на Нью-Йоркской бирже («New York Stick Exchange», NYSE). Иногда в круг операций уличной биржи попадали акции крупных компаний («Standard Oil», «Du Pont», «Otis Elevator» и др.) и тогда она начинала конкурировать с Нью-Йоркской биржей. Во время бума 1920-х годов уличная биржа «New York Curb Exchange» переживала свой расцвет, переместившись с «улицы» в помещение и всё более напоминая обычную фондовую биржу. В 1953 г. биржа «New York Curb Exchange» была переименована в «American Stock Exchange» (AMEX) – эта биржа существует и сегодня.

Тридцатый президент Джон К. Кулидж, полномочия которого заканчивались, в обращении к нации 4 декабря 1928 г. сказал: «Мы переживаем самый длительный период процветания. Во внешней политике царят мир и добрая воля, основанные на взаимопонимании... ни один конгресс в истории Соединённых Штатов не встречался ещё со столь обнадеживающими перспективами, как в настоящее время». Кулидж заявил, что экономика США «абсолютно здорова», а цены на акции «можно считать низкими»¹¹⁶. Но дальнейшие события показали, что Кулидж, известный сторонник политики невмешательства в экономику, глубоко ошибался.

После избрания 7 ноября 1928 г. нового президента Герберта Гувера биржевой бум продолжался – в этот день объём торгов на Нью-Йоркской бирже составил почти 4 895 тыс. акций, 16 ноября – уже 6642 тыс. Позже в своих воспоминаниях Гувер написал, что ещё в 1925 г. его волновала

¹¹⁶ Hoover H. The Memoirs of Herbert Hoover: The Great Depression, 1929–1941 / H. Hoover. – New York: Macmillan. 1952. – P. 16.

«растущая волна спекуляции», которую он считал преступлением «опаснее убийства», за которое необходимо «строго наказывать»¹¹⁷.

Предостерегающие голоса

В прессе тех лет было немало предупреждений о том, что биржевой бум неизбежно закончится крахом. В частности, об этом говорил 8 марта 1929 г. известный финансист Пол Варбург (возглавлявший International Acceptance Bank), напоминая, что история имеет свойство повторяться и, как уже не раз было, биржевой ажиотаж закончится грандиозным кризисом, который породит всеобщую депрессию. «По словам банкира Варбурга, ФРС утратила контроль над использованием кредитов и он перешёл в руки биржевых трейдеров. А когда контроль был утрачен, единственным выходом для ФРС стало повышение учётной ставки, что приведёт, скорее всего, к экономическому спаду по всей стране»¹¹⁸. Варбург призывал ФРС проводить более жёсткую политику, чтобы остановить спекулятивный бум, могущий привести не только к кризису, но и к глубокой депрессии. Но предостережения Варбурга были восприняты в основном негативно, и немало было разговоров о том, что, поскольку сам Варбург играет на понижение, его оценка состояния рынка ценных бумаг отражает не более чем корыстный интерес.

Вероятность краха прогнозировал Иозеф Шумпетер в опубликованной в 1928 г. во время наибольшего экономического подъёма статье «Нестабильность капитализма»¹¹⁹. В ней он поставил важный вопрос о том, стабильна ли в принципе экономическая система капитализма, высказав глубокую мысль о принципе «творческого разрушения», неотъемлемого от самой природы рыночной экономики. Для обеспечения динамизма развития рынка старые его формы должны постоянно разрушаться и отмирать, чтобы дать возможность развиваться инновациям. Мысль эта, сегодня воспринимаемая как нечто само собой разумеющееся, в то время была действительно новой и необычной.

¹¹⁷ Hoover H. The Memoirs of Herbert Hoover: The Great Depression, 1929–1941 / H. Hoover. – New York: Macmillan. 1952. – P. 5, 14.

¹¹⁸ Warburg Assails Federal Reserve // The New York Times. – 1929. – March 8. – P. 40.

¹¹⁹ Schumpeter J. A. The Instability of Capitalism / J. A. Schumpeter // Economic Journal. – 1928. – Vol. 38. – P. 361–386.

Тревожные предостережения по поводу роста брокерских кредитов высказывали аналитики рейтинговых агентств «Poor's» и «Standard Statistics Company» (в дальнейшем эти агентства объединились в известную компанию «Standard & Poor»), называя ситуацию на бирже грандиозным блефом.

В прессе не раз появлялись тревожные высказывания о роли брокерских кредитов в раздувании спекулятивного пузыря, но в большинстве случаев они встречали резкую критику как неуместные попытки подорвать доверие к рынку ценных бумаг. Многие считали, что, пока общий объем кредитов для приобретения ценных бумаг не достигнет 12 млрд долларов, нет никакого повода для беспокойства, тем более, что рынок растёт. Обычными были рассуждения о том, что мировая экономика находится на пороге невиданного прорыва вперёд, а цены на акции будут и дальше держаться на таком же высоком уровне. Сегодня подобные высказывания кажутся странными, но летом 1929 г. они отражали всеобщий оптимизм участников рынка. И хотя тревожных предостережений в 1929 г. было достаточно, к ним не стали прислушиваться.

Индивидуальные инвесторы во время бума

Во время бума в обществе преобладали настроения, вызванные завораживавшей многих возможностью разбогатеть. Насколько эта возможность была реальной, а насколько воображаемой под влиянием рекламы, вопрос сложный. Популярный ведущий радиопередач Эдвин Лефевр рассказывал о том, как биржевой служащий заработал на акциях 250 тысяч долларов, а совершенно далекая от биржевой игры медсестра по совету своего пациента удачно получила прибыль 30 тысяч¹²⁰.

Таких историй в те годы публиковалось множество, но было бы неверным думать, что в 1929 г. всё население США массово играло на бирже – на самом деле, большинство было совершенно далёким от биржевой игры. Если обратиться к цифрам, то в 1929 г. в брокерских конторах (о раздутых кредитах которых так много говорили), было 1 548 707 счетов, из них 1 371 920 (89%) – на Нью-Йоркской бирже. Владельцы счетов составляли только 1,29% населения США (120 млн человек в 1929

¹²⁰ Allen F. L. Only yesterday: an informal history of the 1920's / F. L. Allen. – New York: Harper, 1931. – P. 237.

г.). Если учесть, что по отчётам брокеров из 1,5 млн брокерских счетов лишь около 600 тыс. использовалось для спекулятивных операций, а 950 тыс. – для расчётов наличными деньгами, то количество лиц, действительно вовлечённых в акционерный бум, будет ещё меньше¹²¹. Вероятно, реальных участников биржевого бума 1929 г. было не более 1% населения¹²².

То, что массовость участия населения США в биржевой игре значительно преувеличивала пресса, было вполне обычным делом: в других странах, в том числе и в России в конце XIX – начале XX вв., во время биржевого бума пресса также слишком много говорила о всеобщем и массовом участии в биржевом ажиотаже «всех слоёв» населения, сознательно или неосознанно разогревая этим рынок. Однако за первую половину 1929 г., когда, по распространяемым в обществе слухам, все «простые американцы» устремились на биржу, количество сделок на разности курсов ценных бумаг увеличилось лишь на 50 тыс.¹²³, так что к высказываниям обо «всех американцах» следует относиться скептически.

С другой стороны, цифра 1% населения отражает лишь количество инвесторов, напрямую вовлечённых в операции на рынке через онкольные кредиты. Она не включает в себя тех, кто приобретал ценные бумаги через институциональных инвесторов (в том числе инвестиционные трасты) и банки, а именно на этих посредников приходился основной объём операций на рынке ценных бумаг. Поэтому бум на рынке акций был действительно массовым, и все эти истории о неожиданно разбогатевших неопытных инвесторах, которых так

¹²¹ Гелбрейт Д. К. Великий крах 1929 года / Д. К. Гелбрейт. – Минск: Попурри, 2009. – С. 109–110.

¹²² Иногда называют цифру 3%. Но даже и эти трое из ста американцев, во время наибольшего бума готовые включиться в игру с акциями, часто ради игры на рынке ценных бумаг брали деньги в долг. «Кредит... Это было так типично для моего деда» – вспоминал известный финансист Уоррен Баффет (Шрёдер Э. Уоррен Баффет. Лучший инвестор мира / Э. Шрёдер. – М.: Изд-во «Манн, Иванов и Фербер», 2012. – С. 43). Эти инвесторы находились под влиянием не соответствующего действительности мнения, что доходность по акциям будет всегда большей, чем по облигациям, а также привлечёвшей внимание многих статьи Джона Раскоба «Каждый достоин быть богатым» («Everybody Ought to be Rich»), опубликованной в августе 1929 г. в популярном журнале «Ladies Home Journal».

¹²³ Stock Exchange Practices. Hearings before the Committee on Banking and Currency Pursuant to Senate Resolution 84 and S.Res. 56 and S.Res. 97.: 1932–1934. – Washington, DC, 1934. – P. 9–10. – <http://fraser.stlouisfed.org/publications/sensep/>.

много было в американских газетах второй половины 1920-х годов, вполне правдоподобны. Но вкладывали эти неопытные инвесторы свои сбережения (часто весьма скромные) через хорошо развитую систему финансовых посредников.

ФРС, которая могла бы повысить ставку, сделать кредит менее доступным и ослабить ажиотаж на бирже, продолжала занимать пассивную позицию. И хотя Стронг признал свою ошибку и в 1928 г. ставка была поднята до 5%, он до последних своих дней (Стронг умер от туберкулёза в ноябре 1928 г.) считал, что ФРС не следует вмешиваться и необходимо выждать, пока ажиотаж спадёт сам по себе. Сегодня уже понятно, что биржевой ажиотаж сам по себе не спадает и неизбежно ведёт к кризису, но в 1929 г. это, вероятно, понимали далеко не все.

Пост Б. Стронга после его смерти занял Джордж Харрисон, также сторонник пассивной политики. И хотя в правлении ФРС большинство членов выступали за повышение учётной ставки до 7%, единства во мнениях так и не было. В марте 1929 г. объём брокерских кредитов достиг 7 млрд долларов. Спрос на эти кредиты всё больше рос из опасения, что ФРС может в любой момент изменить учетную ставку, и брокерские кредиты давались иногда даже под 20%. В таких условиях, если бы ФРС и подняла учётную ставку до 7%, это вряд ли дало бы результат – момент был упущен. А на повышение ставки до 10–15% никто не решался, так как это могло бы вызвать общую экономическую депрессию.

В феврале 1929 г. Банк Англии повысил учётную ставку с 4,5 до 5,5%, чтобы сократить отток золота в США, и это на время остановило рост цен на американском рынке акций. В марте отмечалось временное снижение цен – 25 марта популярные ценные бумаги компаний «Wright Aero», «American Railways Express», «Commercial Solvents» упали в цене на 10–12 пунктов. Снижение продолжалось и в следующие дни, а многие профессиональные биржевые игроки начали избавляться от акций.

Возможно, на этом бум мог бы закончиться, хотя это маловероятно – подобно нарыву, биржевой пузырь, начав раздуваться, не спадёт сам по себе, пока не наступит кризис. Но 26 марта Чарльз Митчелл, представитель «National City Bank», выступил с заявлением, что банк продолжит выдавать кредиты, необходимые для стабилизации рынка, поскольку «никто не заинтересован в снижении цен на акции», и готов выделить на

это 25 млн долларов. А попытки ФРС ослабить бум и регулировать рынок были подвергнуты критике, как тормозящие «рост процветания»¹²⁴.

Митчелл своим заявлением спас рынок, и бум продолжался. Ежедневный объём операций на Нью-йоркской бирже превысил 4 млн акций. Уровни цен, отражавшиеся отношением «цена/прибыль» были невероятно высокими: для акций «Alleghany Corporation» – 108, «Goldman Sachs Trading Corporation» – 129, «Columbia Gramophone» – 129, «Cities Services» – 165, «National City Bank» – 120¹²⁵.

Финансовые пулы

Во время бума на рынке акций 1920-х годов излюбленной стратегией биржевых игроков было использование финансовых пулов – временных объединений банкиров, брокеров или профессиональных трейдеров для операций с определённой ценной бумагой или группой бумаг. Идея использования пулов была связана с синдикатами, особенно популярными в «эпоху Моргана» в начале XX в. В первой половине 1920-х годов, когда объёмы выпуска ценных бумаг быстро увеличивались, инвестиционные банки стали широко использовать практику образования синдикатов, обеспечивавших аккумуляцию капиталов и первичное размещение бумаг. Синдикаты предполагали наличие неформальных связей между участниками (такие связи существовали между «Bank of Morgan», «City Bank», «First National Bank» и в других синдикатах).

По сложившейся в то время практике банк, управлявший подпиской на ценные бумаги, должен был делить 25% прибыли от операции с другими банками – участниками синдиката, что обеспечивало им немалый доход. И если та или иная компания либо правительство другой страны планировало выпустить облигационный заём для привлечения капиталов, инвестиционный банк формировал синдикат из нескольких дружественных банков и выкупал все ценные бумаги данной эмиссии, затем распределял их между членами синдиката, а те продавали бумаги инвесторам. Обычно андеррайтеры выделяли участникам синдиката больше облигаций, чем было выпущено в действительности. Это

¹²⁴ Lawrence J. S. Wall Street and Washington / J. S. Lawrence. – Princeton: Princeton University Press, 1929. – P. 3.

¹²⁵ Wigmore B. The Crash and Its Aftermath: A history of Securities Markets in the United States, 1929–1933 / B. Wigmore. – Westport, Conn.: Greenwood Press, 1985. – P. 28.

создавало видимость массовости выпуска, повышая спрос инвесторов и, соответственно, цены, за счет иллюзии завышенной надёжности выпускаемых бумаг.

Во второй половине 1920-х годов, когда на рынке стали доминировать акции, широко распространилась практика создания инвестиционных пулов. Инициаторами создания пулов обычно были трейдеры Нью-Йоркской биржи. Выбрав интересовавшие их бумаги, на которых можно было получить прибыль, биржевые трейдеры создавали временное объединение инвесторов – паевой фонд (пул) с целью манипулирования ценами определённых бумаг. Как правило, пулы существовали недолго, а действительные цели их создания (игра на повышение или понижение определённых бумаг) были известны только членам пула либо лишь некоторым из них. Инвесторы, вложившие свои паи в пул, доверяли опыту управляющего таким паевым фондом. В то время трейдеры чётко различали скрытое манипулирование ценами и грубое прямое воздействие на них. По словам знаменитого биржевика Эдвина Лефевра, прославившегося еще в начале XX в., манипулирование ценами является влиянием на рынок с целью покупки акций по наиболее низкой цене¹²⁶.

Два наиболее известных пула были организованы в конце 1920-х годов для первичного размещения акций «Anaconda Copper Company» и «Radio Corporation of America». В подписке на акции Anaconda Copper приняла участие National City Company (несколько директоров этой компании были одновременно и директорами Anaconda Copper). Управляющими пулом стали два известных в Нью-Йорке биржевых трейдера – Томас Брэгг и Бен Смит. К началу подписки цены на медь на мировых рынках были нестабильны. По слухам, в Чили, где Anaconda Copper добывала сырьё, цены начали падать, но это не помешало пулу удачно провести размещение и поднять цены на акции. Затем цены стало всё труднее удерживать, но участники пула уже получили свою прибыль. Акции были проданы по повышенной цене, после чего пул ликвидировали.

Инициатором создания пула RCA был Майкл Михан, друг председателя корпорации, хорошо осведомлённый о её деятельности и считавший, что цена на акции слишком низка. Управляющим этим пулом стал Дэвид Сарнофф, а целью пула были заявлены краткосрочные покупки и продажи акций. Затем последовало обычное при создании

¹²⁶ Lefevre E. Reminiscences of a Stock Operator (1923) / E. Lefevre. – N. Y.: John Wiley & Sons, 2012. – P. 233.

пулов обращение к ограниченному кругу инвесторов с предложением присоединиться к пулу. Среди участников пула, подписавшихся на акции, были Джон Раскоб, финансовый директор General Motors (1 млн долларов), Уолтер Крайслер из автомобильной компании Crysler (0,5 млн долларов), Билл Дюран (0,4 млн долларов), а также жёны Майкла Михана (1 млн долларов) и некоторых других участников (имена жен использовали для прикрытия). Всего пул собрал 12 млн долларов. Были организованы публикации в газетах, цена акций быстро выросла с 81 до 92 долларов, а вскоре превысила 100 долларов. Игра на повышение дала результаты и принесла участникам пула прибыль 5 млн долларов, после чего пул был ликвидирован, пока акции не начали падать¹²⁷.

Инвестиционные трастовые компании во время бума 1920-х годов

Во время бума 1920-х годов особенно широкое распространение приобрели инвестиционные трастовые компании (подобные взаимным фондам конца XX в.), ставшие посредниками между индивидуальными инвесторами и рынком ценных бумаг. Такие компании впервые появились в Великобритании и к началу XX в. приобрели широкую популярность. Инвестиционные трасты использовали вклады мелких инвесторов для приобретения акций и последующего управления ими. Инвестору предоставлялась возможность диверсификации своего портфеля и профессионального управления.

Расширение системы инвестиционных трастов, появившихся в США с конца XIX в., ускорило привлечение сбережений на рынок акций прибыльных компаний, но в то же время ещё больше завышало цены на акции и стимулировало распространение практики покупки акций в кредит. Количество рискованных необеспеченных кредитов достигло критической массы, приближая дестабилизацию и крах 1929 г.

Для производственных компаний в США существовали лимиты на объём капитала, который компания могла получить с помощью эмиссии акций. А объём предлагаемых инвестиционным трастом для продажи ценных бумаг почти не зависел от количества и стоимости акций траста, находящихся в обращении. Поэтому инвестиционная трастовая

¹²⁷ Gordon T. The Day the Bubble Burst: a social history of the Wall Street crash of 1929 / T. Gordon, M. Morgan-Witts. – N. Y.: Penguin Books, 1980. – P. 122.

компания выпускала собственных акций гораздо больше, чем покупала чужих, а получаемая от продажи акций прибыль использовалась либо для спекулятивных операций с ценными бумагами, либо распределялась между владельцами трастовой компании. До начала 1920-х годов в США было не более сорока инвестиционных трастовых компаний, но вскоре их популярность начала быстро расти, особенно после публикаций в прессе о выгоде и прибыльности британских трастов. В начале 1927 г. в США было уже 160 инвестиционных трастовых компаний, а к концу этого года – около 300¹²⁸.

Популярность трастовых компаний росла несмотря на случаи злоупотреблений и мошенничества. Одним таких мошенников был знаменитый итальянец Чарльз Понци (Charles Ponzi, 1882–1949), прославившийся в 1920 г. как создатель «схемы Понци» и одной из скандальных финансовых пирамид. В Бостоне он основал инвестиционный траст с экзотическим названием «Old Colony Foreign Exchange Company». Официально целью компании были объявлены операции с международными ответными купонами¹²⁹, что давало возможность получать прибыль от разницы в курсах валют, хотя действительная цель Понци была банальна – собрать как можно больше денег и вовремя выйти из игры. За каждые 10 долларов, вложенных минимум на 90 дней, реклама обещала 50% прибыль. Инвесторам рассказывали, что деньги собирают для приобретения крупной почтовой компании «International Postal Union». Особенно подчёркивалось, что деятельность траста Понци совершенно легальна и те, кто вложил свои капиталы, быстро разбогатеют. Вскоре компания получала по 1 млн долларов каждую неделю, аккуратно выплачивая дивиденды более ранним инвесторам из новых поступлений. Сам Понци начал приобретать особняки и элегантные автомобили, демонстрируя свою респектабельность, но в августе 1920 г. двери офиса компании неожиданно для вкладчиков оказались закрытыми. Проверка выявила задолженность 7 млн, а капиталов на счетах – 4 млн., после чего Понци был арестован; 25 октября 1920 г. компанию признали банкротом, а

¹²⁸ Investment Trusts and Investment Companies. Part 1. Report of the Securities and Exchange Commission. – Washington, 1939. – P. 36. – <http://www.jstor.org/pss/1117833>.

¹²⁹ Международный ответный купон (international reply coupon) дает возможность купившему его послать адресату в другой стране письмо вместе с оплатой стоимости пересылки ответного письма, благодаря чему почтовые расходы покрывает отправитель. При отправке письма купон обменивается на определённое количество почтовых марок.

Понци был осуждён на пять лет. Говорили, что он присвоил 15 млн долларов, из которых вернуть инвесторами удалось лишь 200 тысяч. Разразился громкий скандал, и Понци с тех пор стал примером того, как можно создать заведомо дутый инвестиционный траст, платить старым инвесторам дивиденды из денег, поступавших от новых и получать на этом немалую прибыль.

Первоначально деятельность американских инвестиционных трастов несколько отличалась от британских. Менеджеры английских трастов могли инвестировать полученные капиталы по своему усмотрению и не были обязаны раскрывать подробности операций клиентам. В американских трастовых компаниях в начале 1920-х годов инвесторы могли выбрать объекты инвестирования из предлагавшегося перечня ценных бумаг, которыми оперировал траст.

Но вскоре такая практика была забыта, и во время акционерного бума конца 1920-х годов инвестиционные трасты чаще всего продавали клиентам собственные ценные бумаги (как правило, простые акции), планы по дальнейшему инвестированию капиталов уже никто никому не раскрывал, а возможности клиентов получить такую информацию были ограничены тем, что приобретенные ими простые акции не имели права голоса. Иногда от клиентов при покупке акций брали расписку о том, что они переуступают право голоса по акциями коллегиальному органу, фактически контролировавшемуся менеджерами трастовой компании.

Акции инвестиционных трастовых компаний долгое время считались слишком рискованными и не допускались на Нью-Йоркскую биржу. Они появились там в котировках лишь в 1929 г., но и тогда от трастовых компаний требовалось раскрытие информации обо всех их акциях, а раз в год должна была проводиться полная инвентаризация их инвестиционного портфеля. Но эти требования не остановили рост популярности таких компаний, решивших проблему просто – их акции торговались преимущественно на бостонской, чикагской и других биржах, где подобных требований не было. Менеджеры трастовых компаний обычно уклонялись от раскрытия какой-либо информации, ссылаясь на то, что это коммерческая тайна, а её разглашение вызовет нездоровый ажиотаж на рынке. Несмотря на такое уклонения от раскрытия информации, акции инвестиционных трастовых компаний пользовались неизменно большим спросом, особенно в 1929 г.

В 1927 г. банк Lazard Freres стал инициатором создания первого в США закрытого взаимного инвестиционного фонда «General American

Investors Company» с целью андеррайтинга и всех видов операций с любыми ценными бумагами, как американскими, так и иностранными. Основными участниками фонда были банки Lazard Freres и Lehman Brothers. 15 октября 1929 г. был создан ещё один фонд – «The Second General American Investors Company». Незадолго до «Великого краха» 1929 г., 5 сентября, два фонда слились в один с капиталом 33 млн долларов.

В 1928 г. было основано 186 новых трастовых компаний, а в начале 1929 г. каждый день появлялось в среднем по одной такой компании. К концу года количество зарегистрированных трастов достигло 265, объём проданных ими ценных бумаг вырос с 400 млн долларов в конце 1927 г. до 3 млрд долларов в 1929 г. К осени 1929 г. в обращение было выпущено ценных бумаг трастов уже на 8 млрд долларов., и по сравнению с началом 1927 г. их объём вырос более чем в 10 раз. Учредителями трастов были не только инвестиционные и коммерческие банки, брокерские фирмы, частные лица, но и другие, уже существующие трастовые компании, что создавало сложные и запутанные многоступенчатые схемы, повышая общую нестабильность рынка¹³⁰.

Одной из причин быстрого роста популярности инвестиционных трастовых компаний было то, что они предлагали публике акции, во многих случаях иным путём недоступные для массовых инвесторов. Цены на многие акции были слишком высоки для того, чтобы мелкие инвесторы могли приобрести хотя бы одну акцию. А благодаря участию в инвестиционном трасте инвесторы могли получить право хотя бы частичной собственности на такую акцию.

Для второй половины 1920-х годов была характерна консолидация рынка – крупные холдинговые компании поглощали мелких эмитентов акций. Наиболее известными из таких холдингов были созданные Морганом «United Corporation», объединившая коммунальные предприятия, и железнодорожный холдинг «Alleghany Company».

Многие крупные эмиссии акций после 1927 г. были выпусками холдингов, особенно распространённых в производстве электрической бытовой техники. Эти выпуски сразу же после эмиссии полностью выкупались инвестиционными трастами, что, в свою очередь, способствовало общему повышению цен на рынке акций в конце 1920-х. Директора холдингов устанавливали для инвестиционных трастов цену

¹³⁰ Investment Trusts and Investment Companies. Part 3. – Washington, 1939. – Chapter 1. P. 3–4; Chapter 2. P. 37. – <http://www.jstor.org/pss/1117833>.

акций ниже, чем при открытой их продаже, и быстро продавали сразу всю эмиссию. Дальнейшая судьба этих акций на рынке и динамика их цен эмитента уже не интересовали.

Инвестиционные трасты, распространяя эти акции среди инвесторов, для ускорения продаж брали в качестве оплаты не только деньги, но и обычные акции промышленных предприятий. Многие индивидуальные инвесторы не понимали сущности этой рыночной стратегии и не задумывались о том, что они обменивают акции, за которыми чаще всего стояли реальные активы, на акции инвестиционных трастов, обеспеченные лишь другими акциями. Дополнялась эта картина тем, что большая часть капиталов инвестиционных трастовых компаний была взята в кредит.

В 1920-е годы инвестиционных трастов и компаний, управляющих портфелями ценных бумаг, было много. Но лишь небольшая их часть была надежными и престижными (организаторами наиболее известных и солидных инвестиционных трастов были компании J. P. Morgan и Goldman Sachs), а большинство – сомнительными.

В преддверии краха

Первые банкротства начались ещё весной 1929 г., хотя они не привлекли внимания. Летом бум продолжался, охватив даже не очень активные рынки в Бостоне и Сан-Франциско, где преобладали акции, не котировавшиеся на Нью-Йоркской бирже. Ажиотаж на рынке акций продолжал привлекать капиталы, и деньги в акции вкладывали корпорации и банки.

Весь 1929 г. на рынке ценных бумаг продолжался быстрый рост, достигший максимума в сентябре, когда рынок стал полностью спекулятивным. Акции компаний со стабильно высоким доходом, таких как «General Motors», уже не были в числе фаворитов, и наиболее востребованными были акции с быстро растущими котировками – «RCA», «General Electric», «Montgomery Ward» и др.

Брокерские кредиты на приобретение ценных бумаг (несмотря на обычную ставку 10%) росли с невероятной быстротой, увеличиваясь на 400 млн долларов ежемесячно. К концу лета общий объём таких кредитов превысил 7 млрд долларов, а к октябрю 1929 г. достиг беспрецедентного максимума 9,2 млрд долларов – около 10% ВВП (из них

8,6 млрд долларов приходилось на Нью-Йоркскую биржу)¹³¹. Брокерские компании начали использовать модную в то время радиосвязь, чтобы в августе 1929 г. открыть свои филиалы на борту крупных океанских лайнеров – «Левиафан», «Иль-де Франс» и др., – теперь биржевая игра могла продолжаться даже во время плавания через океан.

Стремительный рост брокерских кредитов был связан с оттоком золота из Европы в США. Из-за бума на рынке акций иностранные инвесторы продолжали приобретать американские ценные бумаги. Кроме Европы значительный поток капиталов, вкладывавшихся на рынке брокерских кредитов, шёл из Латинской Америки. Происходило то же, что и в Великобритании, – американский рынок ценных бумаг занимал капиталы из краткосрочных депозитов, вложенных на рынке онкольных брокерских кредитов, предоставляя потом эти же капиталы в качестве долгосрочных кредитов иностранным правительствам и компаниям. Такая схема была верным признаком приближения финансового краха на финансовом рынке, неизбежного, когда иностранные вкладчики начнут выводить свои капиталы с американского рынка онкольных брокерских кредитов.

В попытке успокоить разогрет рынок Федеральный резервный банк Нью-Йорка 8 августа 1929 г. поднял учётную ставку с 5 до 6%, но это уже не могло заметно повлиять на ситуацию – биржевые спекулянты легко находили капиталы на рынке брокерских кредитов под 10%, и всё равно это было для них выгодно. Рост американского рынка ценных бумаг продолжался; он высасывал капиталы остального мира, соблазняя возможностью быстро получить прибыль, усиливая отток золота из других стран в США и усугубляя глобальный дисбаланс.

Многие крупные участники рынка ценных бумаг понимали приближение краха и начали избавляться от своих портфелей – среди них были Оуэн Юнг, срочно продавший бумаг на 2,2 млн долларов, Томас Ламонт, Бернард Барух, Джон Раскоб, Джозеф Кеннеди и многие другие. Но масса менее искушённых игроков пребывала в состоянии биржевого азарта и не задумывалась о том, к чему идёт дело.

Ажиотаж длился до начала сентября. Объёмы сделок продолжали расти, и 3 сентября были произведены операции с рекордным

¹³¹ Kindleberger C. The World in Depression, 1929–1939 / C. Kindleberger. – Berkeley: University of California Press, 1986. – P. 100; Fuller R. L. Phantoms of Fear. The Banking Panic of 1933 / R. L. Fuller. – Jefferson (North Carolina) and London: McFarland & Co Inc. Publishers, 2012. – P. 14.

количеством акций – 4 438 910. Но 5 сентября началось падение курсов. Толчком к этому стало выступление на национальной экономической конференции Роджера Бэбсона, (1875–1967), известного бизнесмена и директора ряда корпораций. Он заявил, что приближается грандиозный биржевой крах, после которого наступит длительная экономическая депрессия. По словам Бэбсона, на приближение краха указывает то, что «группа наиболее прибыльных акций всё более сокращается», «крах приближается... и он может быть ужасен», индекс Доу-Джонса «снизится на 60–80 пунктов», заводы будут закрываться, а людей «будут увольнять». Более опытные инвесторы «уже расплатились с долгами и избегали любых сомнительных операций, предчувствуя приближение краха рынка акций»¹³².

И действительно, когда индекс Доу-Джонса достиг 3 сентября наивысшей точки – 381, среди 826 наименований акций, котировавшихся на бирже, максимально высокие курсы были лишь у 19 акций, а у 30% акций курсы уже снизились в среднем на 20%.

Чтобы немного успокоить публику и сгладить мрачность прогноза Бэбсона, «Нью-Йорк Таймс» на той же странице опубликовала опровержение Ирвина Фишера, профессора экономики Иельского университета. «Цены на акции не так уж высоки, и Уолл-стрит не грозит ничего, что напоминало бы крах»¹³³. Фишер заявил, что, хотя некоторое снижение цен на акции и может произойти, кризиса явно не следует ожидать. На следующий день состояние рынка стабилизировалось, а прогнозы Бэбсона подверглись ироническим насмешкам.

К прогнозу Бэбсона, по сути верному, мало кто отнёсся серьёзно, так как рынок в целом все еще продолжал расти, а пресса была полна оптимистичных высказываний. По словам Александра Дана Нойеса (1862–1945), финансового обозревателя «Нью-Йорк Таймс», чтобы «защитить рынок от приступов паники», страна обладает «достаточными силами и ресурсами Федеральной резервной системы... благодаря накопленным запасам золота»¹³⁴.

В действительности курсы акций явно превысили реальную стоимость как минимум на 30–40%, и опытные крупные биржевые

¹³² Babson predicts crash in stocks // The New York Times. – 1929. – September 6. – P. 12.

¹³³ Fisher View is Opposite, Declares No Big Recession in Market Is Due, Because inventions Are Adding to Wealth // The New York Times. – 1929. – September 6. – P. 12; Angly E. Oh, Yeah? / E. Angly. – New York: Viking, 1931. – P. 37. – Критика Бэбсона – P. 36, 38.

¹³⁴ Financial Markets: Last Week Reactions in Stocks and the Talk of the Future Crash // The New York Times. – September 9, 1929.

игроки, избавлявшиеся от своих портфелей ценных бумаг, это хорошо понимали. К осени 1929 г. в США, где уже несколько лет продолжался спад в строительстве, начался общий промышленный спад. Индекс промышленного производства достиг своего максимума в июне (126 пунктов), а в октябре снизился до 117 пунктов. При других обстоятельствах он мог бы стать одним из обычных спадов и вскоре смениться очередным подъемом, подобно тому как это было в 1927 г. Очевидно, к этому времени спекулятивный пузырь уже был чрезмерно раздут, и толчком к началу кризиса могло стать любое более-менее значимое банкротство.

Таким толчком к дестабилизации биржи стала информация о банкротстве 19 сентября 1929 г. английского финансиста Кларенса Хатри. С одной стороны, это был сугубо британский скандал, прямого влияния на американский рынок ценных бумаг не имевший. Но британские инвесторы, понесшие после краха Хатри убытки около 70 млн долларов, начали массово продавать крупные пакеты американских ценных бумаг, что подтолкнуло к падению цены на них. Трудно сказать, насколько в действительности скандал с Хатри ускорил и без того назревший биржевой крах в США, но его банкротство, как и связь Хатри с инвестиционными трастами, значительно поколебали общее доверие к стабильности американского финансового рынка.

В течение следующего месяца на рынке ценных бумаг отмечались колебания курсов, и рынок демонстрировал общую нестабильность с тенденцией к снижению. Особенно странно и несвоевременно прозвучало 15 октября очередное высказывание Ирвина Фишера о том, что биржевые цены на акции сейчас стабильны как никогда¹³⁵. А 19 октября Томас Ламонт из J. P. Morgan, сам давно уже заблаговременно избавившийся от крупного портфеля ценных бумаг, направил президенту Гуверу ещё более несвоевременное послание на 18 страницах, где он доказывал, что слухи о биржевых спекуляциях акциями сильно преувеличены, а сами спекуляции даже полезны для публики, так как приучают её покупать акции. «The future appears brilliant» – «Будущее представляется мне прекрасным», – завершал свое послание Ламонт. Трудно сказать, что это было – поразительно непонимание ситуации (маловероятное в случае Ламонта, искушенного финансиста) или же осознанная манипуляция. Президент Гувер оценил неуместность послания Ламонта, полученного

¹³⁵ Fisher Sees Stocks Permanently High // The New York Times. – 1929. – October 16.

на грани краха, написав на письме резолюцию «This document is fairly amazing» – «Документ просто удивительный»¹³⁶.

В этот же день, 19 октября, курсы акций на бирже начали падать. Ситуация ухудшалась с каждым днём – всё большее количество инвесторов приходило к выводу, что от акций пора избавляться. Но это уже было не так просто сделать. В среду 23 октября на рынке ценных бумаг начались массовые продажи, всего было продано 2,6 млн акций, и цены на них всё больше снижались.

Биржевой крах 1929 г.

Крах рынка произошёл в «черный четверг» 24 октября 1929 г., когда на продажу были выставлены 12 млн акций, которые уже никто не хотел покупать. На бирже началась паника, вскоре перед биржей на Уолл-стрит собралась толпа и туда были направлены наряды полиции для поддержания порядка. «На бирже было небольшое беспокойство, вызванное продажами», но «ситуация поправима», – обтекаемо заявил в этот день Т. Ламонт¹³⁷. В Вашингтоне заседал Совет ФРС, обсуждавший возможные пути помощи рынку, а в Нью-Йорке в главном офисе банка Моргана собрались наиболее влиятельные банкиры. Среди них были Томас Ламонт из «Bank of Morgan», Альберт Уиггин из «Chase National Bank», Чарльз Митчелл и Джордж Бейкер из «First National Bank», руководители «Bankers Trust Company» и «Guaranty Trust Company of New York». Участники встречи решили произвести вливание в рынок ценных бумаг крупной суммы – обычно говорят о 130 млн долларах, хотя, по слухам, эта сумма была ещё большей. Ричард Уитни, президент Нью-Йоркской биржи NYSE, демонстративно в присутствии многих участников биржевых торгов сделал первый заказ на крупный пакет акций «US Steel», чтобы так попытаться остановить падение цен. Пул ведущих банкиров более всего поддерживал кроме «US Steel» акции «AT&T», «Anaconda Copper Company», «General Electric», «New York Central Railroad» – все эти компании так или иначе были связаны с Морганом.

¹³⁶ Lamont E. M. The ambassador from Wall Street: the story of Thomas W. Lamont, J. P. Morgan's chief executive: a biography / E. M. Lamont. – N. Y.: Madison Books, 1994. – P. 266–268.

¹³⁷ Financiers Ease Tension // The New York Times. – 1929. – October 29.

Однако массовые продажи и снижение курсов продолжались и в следующие дни. В «чёрный понедельник» 28 октября началась новая волна массовых продаж – 9 млн акций. Индекс Доу-Джонса снизился за один день на 40 пунктов, а убытки от падения курсов акций достигли 14 млрд долларов. Среди продаваемых акций лидировали бумаги RCA (их цена упала за день на 30%) и «US Steel» (падение на 15%). На внебиржевом рынке лидером продаж была компания «Cities Services», акции которой упали в цене за день на 40%. Общая рыночная стоимость акций за один только день в «чёрный понедельник» сократилась на 14 млрд долларов. Но самым тревожным было то, что от крупных пакетов акций начали избавляться брокеры, купившие бумаги с помощью онкольных кредитов. Из-за этого под угрозой оказались многие крупные банки, выдававшие брокерские кредиты для операций на бирже с ценными бумагами. В «чёрный вторник» 29 октября был достигнут рекорд операций по продажам – 16 млн акций, а индекс Доу-Джонса понизился на 80 пунктов. Возле биржи снова собралась огромная толпа. По словам корреспондента «Нью-Йорк Таймс», в воздухе витал дух рухнувших надежд¹³⁸.

Даже в такой драматический момент некоторые крупные игроки не упускали возможности нажиться на том, что пул банкиров для стабилизации рынка скупал акции основных компаний. Один из участников пула, Альберт Уиггин из «Chase National Bank», около месяца после начала краха вёл игру на понижение, сбивая цены на определённые акции, чтобы потом скупать их по сниженной цене и продавать банкирскому пулу. Маскируя свои операции через подставные канадские фирмы, Уиггин продал пулу 5000 акций, а общая его прибыль от игры на понижение достигла 4 млн долларов (от уплаты налогов на прибыль Уиггин сумел уклониться). В дальнейшем эта история получила скандальную огласку, в восприятии общества сильно подорвав репутацию банкиров и рынка ценных бумаг.

Когда после «чёрного четверга» начался обвал цен на акции одной из наиболее популярных на рынке компаний «Anaconda Copper Company», участники пула, продвигавшего эти акции (в том числе Раскоб, Дюран и др.), понесли огромные убытки. О том, что акции компании приобретались пулом по гарантированным сниженным ценам, до начала краха мало кто знал. Когда этот факт получил огласку, он особенно

¹³⁸ Crowd See Market History Made // The New York Times. – 1929. – October 30.

возмутил биржевых трейдеров, работавших до начала краха с этими акциями, обеспечивая сверхприбыли руководству пула. Трейдеры решили отомстить банкирам-миллионерам, несмотря на рушащийся рынок начав игру на понижение акций «Anaconda Copper Company» и продавая их за бесценок. Вскоре такая игра на понижение стала излюбленным способом мести и сведения счетов на разваливавшемся американском рынке ценных бумаг.

Действия ФРС в эти критические дни были ещё менее эффективны, чем у банкирского пула. В «чёрный четверг» ФРС обсуждала вопрос о снижении учетной ставки, но решение так и не было принято. Становилось очевидным, что масштаб краха настолько велик, что ни одна финансовая группа не способна предотвратить развал рынка.

Федеральный резервный банк Нью-Йорка совершил интервенцию на рынок ценных бумаг, вложив в него 65 млн долларов для поддержания курсов; банк просил разрешения приобрести государственные ценные бумаги ещё на 200 млн, но в такой критический момент у банка возникли длительные (и совершенно неуместные в это время) споры с правлением ФРС о том, имел ли банк полномочия производить такие интервенции.

Федеральный резервный банк Нью-Йорка только лишь за одну последнюю неделю октября 1929 г. в два раза увеличил пакет государственных облигаций, купив их на 150 млн долларов, а также учёл на 200 млн долларов векселя банков – членов ФРС. Это было сделано, чтобы предотвратить полный коллапс рынка государственных облигаций, а также несколько облегчить положение нью-йоркских банков, планировавших перевести на себя часть брокерских кредитов, возвращения которых требовали небанковские кредиторы. Всего же банки, входившие в ФРС, за эту неделю увеличили свои депозиты на 10 млрд долларов. Учётная ставка также была понижена с 6 до 4,5%. Так Харрисон был готов любой ценой, даже с использованием резервных фондов, обеспечить работу биржи. И хотя ФРС нередко обвиняли в ответственности за сжатие денежной массы после биржевого краха 1929 г., в действительности администрация Гувера пыталась сделать всё возможное для закачивания денег в экономику.

Но все эти интервенции уже мало чем могли помочь рынку. Курсы акций падали, а все, кто раньше предоставлял рынку капиталы для брокерских ссуд (в основном – компании с избытком наличных денег и привлекаемые высокими процентами иностранные инвесторы),

покинули рынок, после чего было отозвано около 25% брокерских кредитов на 2 млрд долларов¹³⁹.

В первую неделю краха обанкротилось большое количество мелких инвесторов, во вторую неделю настал черед более крупных. Среди участников рынка наиболее слабым звеном, как нетрудно было предполагать, оказались инвестиционные трастовые компании.

Длительное время поддерживался миф о том, что во время кризиса 1929 г. был пик самоубийств, однако цифры показывают, что это не так. В 1925 г. на 100 тыс. человек населения количество самоубийств в США было 12,1; в 1929 г. – 14,0; в 1930 г. – 15,7; в 1931 г. – 16,8%; в 1932 г. – 17,4; в 1933 г. – 15,9. Их пик приходился не на 1929 г., а на 1932 г., разгар «Великой депрессии»¹⁴⁰. Поступали предложения закрыть полностью биржу, но до этого не дошло. В следующие несколько дней нью-йоркские банки объединили свои усилия и скупили портфели брокерских кредитов более чем на 1 млрд долларов. Преимущественно за счёт этого биржевой крах 1929 г. (одиннадцатым по счету в США после 1869 г.) впервые не вызвал немедленный банковский кризис.

Но убытки после «Великого краха» были огромны – потери на стоимости акций достигли 50 млрд долларов, около половины ВВП США. Многие считали, что действия ФРС вполне эффективны, предохраняя финансовую систему от общей деморализации, и благодаря этому через месяц-два ситуация стабилизируется и всё вернется к норме. В конце 1929 г. один из руководителей ФРС Рой Янг заявлял, что следует дать возможность рынку «хорошо пропотеть», после чего «благодарный процесс ликвидации» нестабильных компаний «обеспечит изобилие денег». Но Федеральный резервный банк Нью-Йорка и руководивший им Дж. Харрисон начали масштабную программу вливания денег в финансовый рынок, продолжая снижать учетную ставку с 6 до 4,5% в феврале 1930 г. и 2% к концу 1930 г. Эти вливания оказались в значительной степени бесполезными. Хотя Федеральный резервный банк и приобрёл государственных облигаций на 218 млн долларов, многочисленные банкротства привели к значительному сокращению всех кредитных операций оставшихся банков¹⁴¹.

¹³⁹ Josephson M. *The Money Lords: The Great Finance Capitalists, 1925–1950* / M. Josephson. – N. Y.: Weybright and Talley, 1972. – P. 82.

¹⁴⁰ Подробнее см.: Гелбрейт Д. К. *Великий крах 1929 года* / Д. К. Гелбрейт. – Минск: Попурри, 2009. – С. 173–175.

¹⁴¹ Anderson B. M. *Economics and the Public Welfare* / B. M. Anderson. – N. Y.: Laissez Faire Books, 1949. – P. 222–223.

Паника продолжалась до середины ноября, а скорость падения рынка в 1929 г. напоминала кризисы 1873 и 1907 гг., хотя общие масштабы биржевого краха были значительно большими, как и масштабы последующего экономического спада – «Великой депрессии», продолжавшейся на протяжении 1930-х годов до начала Второй мировой войны, когда на рынке ценных бумаг начался длительный период снижения активности.

Вскоре после кризиса Гувер заявил, что падение цен акций началось из-за спекулятивных операций тех биржевых игроков, кто продавал их на срок без покрытия. Гувер принудил Ричарда Уитни, руководившего Нью-Йоркской биржей, запретить в дальнейшем кредитование сделок без покрытия. Этот запрет вступил в силу в конце 1931 г., но не остановил падения цен акций и других бумаг.

Сам по себе биржевой крах 1929 г. был очередным циклическим кризисом на рынке ценных бумаг. «Вряд ли кто-то будет отрицать наличие экономических циклов, хотя степень их регулярности часто преувеличивается», – отмечал У. Митчелл ещё в 1923 г.¹⁴². К концу 1920-х годов сложились все условия, типичные для бума на рынке ценных бумаг – технологические инновации в автомобильной, электро- и радиотехнической промышленности, завышенные ожидания прибыльности акций новых и быстро растущих компаний, избыток свободных капиталов, дешёвый доступный кредит, возможность приобретения ценных бумаг в кредит через посредников.

Всё это стимулировало выход на рынок большого количества новых неопытных инвесторов, подогревавших общий ажиотаж. Сегодня уже очевидно, что крах 1929 г. стал следствием одного из крупнейших спекулятивных пузырей на рынке акций. Предшествовавший кризису бум, как и сам кризис, имели сугубо финансовую природу, лишь в незначительной мере связанную с реальным состоянием экономики.

Уже много десятилетий ведутся дискуссии о причинах кризиса 1929 г. и обсуждается, почему этот кризис был настолько острым, а вызванная им депрессия – такой глубокой. Наиболее часто называемая причина кризиса – доступность кредитов, возросшая в США после введения золотого стандарта в Англии, начала оттока британского золота на

¹⁴² Mitchell W. C. Business Cycles and Unemployment: Report and Recommendations of a Committee of the President's Conference on Unemployment, Including an Investigation Made Under the Auspices of the National Bureau of Economic Research / W. C. Mitchell. – New York: McGraw-Hill, 1923. – P. 6.

американский финансовый рынок и снижения по просьбе британской стороны процентной ставки в США. Однако само по себе это объяснение недостаточно, так как в истории известны периоды и более низких ставок, и более дешёвых кредитов, но они не вызывали такого масштабного биржевого бума и столь глубокого краха. Поэтому причина краха 1929 г. в США комплексна и связана с сочетанием нескольких различных факторов. Технологические инновации 1920-х годов стимулировали раздувание пузыря на рынке акций автомобильных и радиотехнических компаний. Бум усиливался также из-за удерживаемых на низком уровне процентных ставок, а также распространения инвестиционных трастовых компаний и массовой практики брокерских кредитов.

Ещё одним фактором, усиливавшим спекулятивный пузырь на американском рынке ценных бумаг, были общемировые процессы оттока капиталов в США, что было связано и с долгами Первой мировой войны, и с проблемой германских репараций, и с попытками сохранить золотой стандарт. Это создавало глобальный дисбаланс между военными долгами европейских стран перед США и ростом экспорта капиталов из США, когда американские кредиты начали выдаваться для реструктуризации и частичного погашения военных долгов. Этот дисбаланс дополнялся глобальным дисбалансом золотых запасов, сокращавшихся в Европе и нараставших в США. Сочетание всех этих факторов сделало акционерный бум в США особенно бурным, а крах 1929 г. – особенно драматичным.

Можно спорить о том, какими именно были непосредственные толчки, приблизившие начало кризиса (одним из них несомненно было банкротство Кларенса Хатри в Лондоне), но это уже имеет второстепенное значение – когда кризис созрел и рынок находится на грани краха, таким толчком может стать любое дестабилизирующее событие.

Сам по себе биржевой кризис, положивший конец «бычьему рынку» 1920-х годов, длился не так долго и закончился в ноябре 1929 г., когда рынок ценных бумаг, потеряв за два месяца 40% стоимости, вернулся к состоянию 1928 г. При всей масштабности потерь последствия краха многими воспринимались достаточно оптимистично (если, конечно, такое слово вообще уместно в данном случае). Большинство американцев в конце 1929 г. не предполагали, что биржевой крах может перерасти в

депрессию 1930-х годов, и воспринимали его как очередной кризис, один из многих, разогнавший спекулянтов и оздоровивший биржу¹⁴³.

События во время биржевого краха 1929 г. в США показали, что во время краха 1929 г. ФРС не предприняла активных действий, хотя в принципе центральный банк, функцию которого выполняла ФРС, мог бы служить защитой от финансовых кризисов, будучи кредитором последней инстанции. Вместо денежно-кредитной экспансии ФРС ужесточила условия кредитования, что привело лишь к усугублению кризиса. С 1929 по 1933 г. денежная масса значительно сократилась, что привело к кризису ликвидности и сжатию кредитного рынка. Так биржевой крах 1929 г. превратился в банковский кризис начала 1930-х годов, а потом в общую экономическую и финансовую депрессию. «Реакция остальных представителей федерального правительства была намного более выразительной. Эндрю Меллон, министр финансов при президенте Герберте Гувере, считал необходимым проведение чистки финансового сектора»¹⁴⁴.

Действительно, после краха 1929 г. были надежды, что буря, пронёсшаяся над биржей, не только слабо затронет экономику страны, но и оздоровит её, вернув переоценённые акции с небес на землю, а капиталы, которые шесть лет высасывала из промышленности биржевая игра, пойдут на развитие промышленности. Эти надежды были по-своему обоснованными, так как сегодня уже понятно, что не сам по себе «Великий крах» 1929 г. стал причиной «Великой депрессии» 1930-х годов (связанной с распадом золотого стандарта), а был лишь толчком к ней (так же как не сам по себе кризис 2007–2009 гг. стал причиной депрессии 2010-х годов). И в том, и в другом случае причины экономической

¹⁴³ Parrish M. Anxious Decades. America in Prosperity and Depression, 1920–1941 / M. Parrish. – N. Y.: W. W. Norton, 1992. – P. 220.

¹⁴⁴ «Гувер описывал Меллона как “безжалостного ликвидатора”, не испытывавшего никакого сочувствия к жертвам кризиса. “Ликвидируйте рабочие места, ликвидируйте акции, ликвидируйте фермерские хозяйства и недвижимое имущество” – такими, по свидетельству современников, были советы Меллона. Он полагал, что финансовая паника “вычистит из экономической системы всю гниль. Произойдёт снижение слишком высокого уровня жизненных стандартов. Люди станут больше работать и жить более нравственной жизнью”. Впрочем, история не подтвердила правоту Меллона. С 1929 по 1933 гг. США погрузились в «худшую за всю их историю депрессию. Показатель уровня безработицы взлетел с 3,2 до 24,9%; более девяти тысяч банков приостановили свою работу или закрылись» (Рубини Н. Нуриэль Рубини: как я предсказал кризис: экстренный курс подготовки к будущим потрясениям / Н. Рубини, С. Мим. – М.: Эксмо, 2011. – С. 129–130).

депрессии были комплексными и связанными с факторами глобального характера, а финансовые кризисы лишь становились толчком, вызывающим лавину других событий. В 1929 г. среди таких факторов основным было нарастание нестабильности мировых финансовых рынков, вызванной необратимым распадом золотого стандарта, отсутствием другой мировой системы, способной заменить золотой стандарт, и, что самое главное, отсутствием согласованности в действиях основных участников финансовых рынков.

Крах на рынке ценных бумаг помимо своих экономических последствий прежде всего полностью изменил всю деловую атмосферу в американском бизнесе. Оптимистические надежды на эпоху процветания, питавшие готовность смело инвестировать капиталы, сменились настроением неопределённости и тревоги. После краха желание тратить свои деньги существенно уменьшилось как у предпринимателей, так и у рядовых мелких инвесторов – и те и другие теперь были настроены на сохранение остатков своих сбережений, значительно сократившихся за счет краха, а не на их вложение. Когда после «Великого краха» началась массовая волна банкротств, большинство перестало доверять акциям и банкам, начав копить наличные деньги. «Мой отец смог что-то продать лишь спустя четыре месяца» – отмечал в своих воспоминаниях Уоррен Баффет¹⁴⁵.

«Великая депрессия»

В апреле 1930 г. на рынке ценных бумаг началось небольшое оживление. Индекс Доу-Джонса по сравнению с наиболее низкими показателями ноября 1929 г. вырос на 100 пунктов, стали повышаться цены на некоторые облигации. Казалось бы, отмечались все признаки окончания экономического спада и начала нового подъёма. Возможно, при иных обстоятельствах так и было бы, но появившийся импульс к подъёму на рынке не было возможности поддержать, и подъём оказался недолгим – во второй половине 1930 г. ситуация на рынке ухудшилась и началась его дезинтеграция. Приближалась «Великая депрессия».

В дальнейшем многие обвиняли президента Гувера в том, что именно он не оказал необходимой поддержки начавшемуся на рынке

¹⁴⁵ Шрёдер Э. Уоррен Баффет. Лучший инвестор мира / Э. Шрёдер. – М.: Изд-во «Манн, Иванов и Фербер», 2012. – С. 44.

оживлению. В 1928 г., когда Г. Гувер, ранее министр торговли, стал президентом, он был на пике популярности, но после краха 1929 г. его популярность начала быстро падать. В декабре 1929 г. У. Дюран заявил, что он ещё в апреле предупреждал Гувера о приближающемся крахе, но тот не принял необходимых мер. Подобных заявлений в то время было немало, и многие пытались во всем обвинить бездействие Гувера и ФРС.

Сегодня, по прошествии многих лет, иногда высказывается мнение, что нет оснований обвинять Герберта Гувера – сам по себе он был энергичным и образованным руководителем, хорошо ориентированным в экономических вопросах. Был он знаком и с литературой о бизнес-циклах и кризисах. Тенденция обвинять во всем Гувера возникла, вероятно, во времена Рузвельта, отражая борьбу между демократической и республиканской партиями. Эта борьба была одним из скрытых факторов, повлиявших на финансовую политику в США во время кризиса 1929 г. и депрессии 1930-х годов. Впрочем, если Гувер так хорошо ориентировался в вопросах экономики, ему никто не мешал прислушаться к настойчивым рекомендациям многочисленных экономистов и хотя бы наложить вето на Закон Смута-Хоули.

Когда Гувер в июне 1930 г. одобрил закон Смута-Хоули о тарифах («The Smoot-Hawley Tariff Act»), это стало его главной ошибкой, создав препятствие для возможности нового подъёма на рынке ценных бумаг. Закон позволял облагать таможенными пошлинами импортные товары, чтобы ограничить их ввоз в США и сохранить рабочие места в условиях быстро растущей безработицы. Однако последствия оказались совершенно не теми, на которые рассчитывал Гувер и авторы закона.

Протекционистский закон Смута-Хоули вызвал ответную реакцию во всем мире и подтолкнул начало «торговых войн». Во многих европейских странах в результате этого произошло дальнейшее обесценивание национальных валют, а стоимость их долговых обязательств понизилась из-за инфляции. Всё это углубило кризис в странах Европы, особенно в Германии, подготовив приход к власти Гитлера.

Можно спорить о том, насколько закон оказал прямое влияние на состояние американской экономики, но главным его последствием стало принятие подобных законов и другими странами, в том числе Великобританией, Канадой, Италией, Швейцарией, Австралией, Новой Зеландией. По примеру США в общей сложности более 20 стран приняли подобные законы, что ограничило возможности экспорта товаров из США и привело к сокращению производства, дальнейшему росту

безработицы и ещё более усугубило экономическую депрессию. Экспорт из США снизился на 61% (с 5,4 до 2,1 млрд долларов); импорт – на 66% (с 4,4 в 1929 г. до 1,5 млрд. долларов в 1933 г.)¹⁴⁶.

Всё это имело и более серьёзные последствия – переход большинства стран к политике протекционизма во внешней торговле привёл к окончательной дезинтеграции мировой экономической системы, с таким трудом создававшейся с конца XIX в., и к окончательном откату глобализации времён Belle Epoque. История с этим законом о тарифах, который Гувер мог бы и не подписывать, наложив вето (к чему его призывали), является хорошим примером того, насколько тонка грань между неизбежными в истории финансовых рынков событиями (такими как периодические спады активности) и событиями случайными, которых могло и не быть, но которые часто лишь подливают масло в огонь, особенно во время кризисов.

Влияние «Великого краха» оказалось большим, чем можно было первоначально предположить. Промышленное производство продолжало сокращаться и только за октябрь 1929 г. снизилось на 5%, за ноябрь – еще на 5%. В середине 1929 г. безработица была на уровне 3% (1,5 млн человек), а в начале 1930 г. достигла уже 6% (3 млн человек). Уменьшился и потребительский спрос (на автомобили на 25%, радиоприёмники – на 50%). К 1931 г., когда мировое промышленное производство сократилось почти на 20%, прибыли – на 50% и операции на рынке ценных бумаг – на 50%, наибольшим было сокращение производства в США – на 40%, где количество безработных достигло 8 млн человек (15% населения).

Банковский кризис 1930–1931 гг.

После биржевого краха 1929 г. банковская система была дестабилизирована и в 1931 г. началась первая волна банковского кризиса. В декабре 1930 г. обанкротился частный «Банк Соединенных Штатов» («Bank of the United States») и вкладчики понесли огромные убытки.

¹⁴⁶ Brown W. B. International Economics In the Age of Globalization / W. B. Brown, J. S. Hogendorn – Toronto: University of Toronto Press, 2000. – P. 246. Иногда называют и большие цифры снижения экспорта (с 7 млрд долларов в 1929 г. до 2,5 млрд. в 1932 г.) и импорта (с 5,9 до 2,0 млрд долларов) (Crafts N. Depression and Recovery in the 1930s: An Overview / N. Crafts, P. Fearon // The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 13).

Несмотря на громкое название банк не имел никакого отношения к правительству – банк основали Бернارد Маркус и Сол Сингер, ранее занимавшиеся швейным бизнесом в Нью-Йорке. Название, а также изображение здания Министерства юстиции США в центральном офисе использовались для большей солидности и привлечения клиентов. К 1930 г. банк, входивший в ФРС, имел разветвленную сеть из 60 отделений и многих филиалов, ориентируясь на работу с индивидуальными вкладчиками (в основном это были итальянские и еврейские иммигранты, работавшие в швейной промышленности).

Проблемы у банка начались после того, как Маркус и Сингер стали использовать депозитные вклады, чтобы скупать акции собственного банка, играя таким образом на повышение, чтобы потом продавать акции и получать доход. Когда акции не удавалось размещать по завышенной цене, учредители банка продавали их своим дочерним компаниям, получая наличные за счёт капиталов собственного банка и, по сути, выдавая банковские кредиты самим себе. Но после краха 1929 г. и общего падения цен на акции бумаги банка обесценились, и он оказался на грани краха.

Власти Нью-Йорка пытались спасти банк, понимая, что его банкротство затронет слишком многих вкладчиков и вызовет всеобщую панику, но это оказалось не так просто сделать. Банковский суперинтендант Нью-Йорка Джозеф Бродерик пытался получить помощь в размере 30 млн долларов у других нью-йоркских банков, однако получил отказ. Морган и крупные финансисты без труда могли бы спасти банк от банкротства, но никто не хотел связываться с Маркусом и Сингером, имевшими невысокую репутацию. Тогда губернатор Нью-Йорка и будущий президент Франклин Рузвельт закрыл банк, после чего 300 тыс. вкладчиков потеряли 400 млн долларов. Это было крупнейшее на то время банкротство банка в истории США, в стране началась всеобщая паника среди вкладчиков банков и они стали забирать свои депозиты. Так крах «Bank of the United States» стал толчком, вызвавшим всеобщую банковскую панику.

Показательной была история с кризисом в банке Lazard Freres, пережившем крах 1929 г., но столкнувшимся с наиболее серьёзной для своего выживания угрозой в 1931 г., когда волна последовательных банковских кризисов захватила США и страны Европы. После того как 11 мая обанкротился венский банк Creditanstalt, угроза нависла над британским филиалом Lazard Freres – лондонским банком Lazard Brothers, бывшим одним из кредиторов Creditanstalt. Первоначально

убытки лондонского банка Lazard Brothers оценивались в 40 тыс. фунтов, что ещё можно было бы пережить (основной капитал банка составлял 3 млн фунтов), но вскоре выяснилось, что реальные убытки достигают 4 млн фунтов. Это превышало основной капитал и так Lazard Brothers фактически оказался банкротом.

Ситуация отягощалась тем, что в середине 1931 г. особенно неблагоприятные обстоятельства сложились для брюссельского подразделения банка Lazard Brothers. Во главе филиала поставили банкира Витека, чеха по происхождению. В корыстных целях он заключил весьма рискованную и, как потом оказалось, невыгодную сделку по обмену валют с французским франком. Чтобы скрыть свою ошибку и покрыть убытки, Витек от имени Lazard Brothers выпустил большое количество не имеющих покрытия векселей, которые разошлись по всей Европе. Когда векселя начали предъявлять к оплате, реальное положение дел вскрылось и Витек застрелился. Начавшееся расследование показало, что афёра с векселями была не единственной незаконной и тайной операцией с использованием капитала Lazard Brothers. Оказалось, что Витек взял крупные кредиты, пользуясь репутацией Lazard Brothers. В афёрах Витека был замешан весь руководящий состав брюссельского филиала Lazard Brothers, а отчётная документация была сфальсифицирована. Общие убытки составили 5,85 млн фунтов, и на общем фоне серии банковских кризисов вопрос о дальнейшем существовании не только Lazard Brothers, но и всей банковской фирмы Lazard обсуждался весьма серьёзно. Для спасения лондонского банка Lazard Brothers необходим был срочный кредит от Банка Англии на 3 млн фунтов. Примерно такую же сумму предоставил бы парижский банк «Lazard Freres et Cie» и американский банк Lazard. Катастрофу удалось предотвратить, а трудности банка тщательно скрывались от прессы и конкурентов. Партнёрам Lazard Freres приходилось вести такой же светский образ жизни, как и ранее, чтобы не вызвать подозрения в том, что у банка трудности, хотя они тратили на это, образно говоря, свои последние сбережения¹⁴⁷.

Начались банкротства многих других банков; эпицентр банковского кризиса был в Чикаго. Вскоре изъятие вкладов из американских банков приняло массовый характер и только за год (с сентября 1931 по июль 1932 г.) общий объём банковских кредитов сократился на 20% (с 43 до

¹⁴⁷ Коэн У. Последние финансовые магнаты / У. Коэн. – К.: Companion Group, 2009. – С. 46–47, 51.

36 млн долларов). К началу 1932 г. банковская система США оказалась на грани коллапса, и банки массово закрывались. Количество банков сократилось за время банковского кризиса с 24 970 в 1929 г. до 12 207 в 1933 г., и хотя большинство из них были мелкими, заметно сократилось в это время и количество крупных банков, членов ФРС – с 8707 до 5606 (на 27,5%)¹⁴⁸. Финальная стадия банковской паники наблюдалась в начале 1933 г., накануне реформ Рузвельта. Вероятно, именно в это время экономическая рецессия и в США, и в странах Европы переросла в «Великую депрессию» 1930-х годов.

Банкротств компаний становилось всё больше, экономическая активность снижалась и все старались сократить расходы. К середине 1932 г. депрессия была максимальной: производство упало на 25%, инвестиции – на 50%, цены – на 75% по сравнению с 1929 г., без работы остались 10 млн человек (более 20% рабочей силы). Индекс Доу-Джонса достиг исторического минимума – 41, упали в цене все акции (General Motors с 72 долларов в 1929 г. до 2 долларов; RCA – от 101 до 2)¹⁴⁹.

Одной из первых попыток справиться с нарастающей экономической депрессией стало создание «Национальной кредитной корпорации» («The National Credit Corporation»). В сентябре 1931 г. президент Гувер встретился с председателем ФРС Юджином Мейером¹⁵⁰, чтобы обсудить план создания этой частной компании, капитал которой стал бы резервным фондом для оказания срочной помощи при кризисах ликвидности в банках и других финансовых организациях. Предполагалось, что членство в корпорации добровольное, а её капиталы должны были поступать от участников – крупных банкиров. Участники корпорации должны были вкладывать в нее 2% суммы депозитов. Идея Гувера вызвала всеобщий интерес, и 13 октября «The National

¹⁴⁸ Smiley G. Rethinking the Great Depression / G. Smiley. – Chicago: Ivan R. Dee, 2002. – P. 29, 69–70.

¹⁴⁹ Lefevre E. When It is Safe to Invest? / E. Lefevre // Saturday Evening Post. – 1932. – August 6.

¹⁵⁰ Возвышение Юджина Мейера (Eugene Isaac Meyer, 1875–1959) началось в августе 1930 г., когда президент Гувер уволил председателя Совета управляющих ФРС Роя Янга, назначив вместо него Мейера – правительственного чиновника, известного своими крупными операциями на бирже в личных целях. Мейер не был человеком Моргана, в отличие от Харрисона и тем более Стронга. Отец Мейера работал в банке Lazard Freres, там же начал свой путь и Юджин Мейер, но вскоре ушёл из Lazard, став независимым финансистом, имевшим покровительство Барнарда Баруха и семьи Гугенхеймов, контролировавших медную промышленность США (Pusey M. Eugene Meyer / M. Pusey. – N. Y.: Alfred A. Knopf, 1974. – P. 117–125).

Credit Corporation» начала работу, поддерживаемая «Ассоциацией американских банкиров» («American Bankers Association»), а также «Investment bankers Association». Но скоро стало понятно, что корпорация не способна оказать реальную помощь в банковском кризисе: вместе того, чтобы поддерживать оказавшиеся в тяжелом положении сберегательные банки, страховые компании и другие финансовые учреждения, корпорация сосредоточила свои усилия на помощи тем железным дорогам, в которые были вложены капиталы банков-участников. К концу 1931 г. Гувер понял, что создание «Национальной кредитной корпорации» не дало результата и необходимо учредить новую организацию.

В начале февраля 1932 г. в США по инициативе руководителя ФРС Юджина Мейера была создана «Финансовая корпорация реконструкции» («Reconstruction finance corporation, RFC) с основным капиталом 0,5 млрд долларов. По решению Конгресса председателем этой корпорации, начавшей работу 2 февраля, был назначен сам Мейер, совмещавший эту работу с должностью председателя правления ФРС. Президентом корпорации был назначен Чарльз Дауэс, недавно ушедший в отставку с дипломатической службы и в дальнейшем прославившийся «планом Дауэса». «Reconstruction Finance Corporation» была, в сущности, возрожденной «Военно-финансовой корпорации» («War Finance Corporation»), созданной ещё в 1918 г., которой руководил всё тот же Мейер¹⁵¹.

Корпорация имела право выпускать векселя, облигации и другие долговые обязательства при условии, что их суммарная стоимость не будет превышать 1,5 млрд долларов, т. е. трехкратного размера основного капитала (0,5 млрд). Облигации могли размещаться публично либо приобретаться Казначейством США. В дальнейшем, на протяжении 1930-х годов размер уставного капитала корпорации был в несколько

¹⁵¹ По замыслу, задачей корпорации RFC была финансовая поддержка со стороны правительства компаниям, имевшим оборонное значение. Для этого корпорация имела фонд в 500 млн долларов и получила право выпустить собственные облигации на 3 млрд долларов. Однако на практике кредиты предоставлялись преимущественно вполне определённым, «своим» железным дорогам и банкам. В марте 1919 г. Конгресс принял решение сохранить корпорацию ещё на пять лет для предоставления государственных кредитов (в общей сумме на 1 млрд долларов) американским экспортёрам и финансировавшим их банкам (Kaufman B. Efficiency and Expansion: Foreign Trade Organization in the Wilson administration / B. Kaufman. – Westport (Conn.): Greenwood Press, 1974. – P. 231–232).

раз увеличен. Однако в политике предоставления кредитов вскоре проявились проблемы. Совет директоров корпорации установил процент по выдаваемым кредитам на уровне 6%, что существенно превышало рыночную стоимость кредита. Уже один только этот факт поставил под сомнение возможность корпорации стать реальной альтернативой частному кредиту. К тому же RFC при выдаче кредита нередко требовала в качестве залога наиболее ликвидные активы проблемных банков, что ещё больше повышало их нестабильность. Всего за первые месяцы своего существования RFC выдала кредитов на 238 млн долларов, из которых 160 млн были предназначены для банков и трастовых компаний. Количество проблемных банков, находившихся в нестабильном состоянии, сократилось с 342 в январе 1932 г. до 119 в феврале и 45 в марте. Однако не стоит делать вывод, что деятельность RFC была настолько эффективной. Хотя до марта 1933 г. банкам было предоставлено кредитов в общей сложности на 1 млрд долларов, это не смогло предотвратить новую волну банковского кризиса, после которой были объявлены банковские каникулы¹⁵².

RFC с самого начала обвиняли в политическом фаворитизме и государственном протекционизме. Так, первый кредит RFC в размере 90 млн долларов (из 500 млн, которыми располагала корпорация) был предоставлен «Центральному республиканскому банку Чикаго» («Central Republic Bank of Chicago»), руководимому по совместительству президентом RFC Ч. Дауэсом. Трудно сказать, на что рассчитывал Дауэс – возможно, на то, что кредит останется незамеченным, – но эта история вызвала скандал. Остальные кредиты были выданы крупным банкам и железнодорожным компаниям (в частности, группам компаний, во главе которых были Морган и братья Ван Шверингены, создавшие Alleghany Corporation). Полученные деньги пошли на погашение взятых ранее банковских кредитов.

Ещё одна попытка президента Гувера остановить сползание американской экономики в депрессию была связана с поддержкой плана министра финансов Огдена Миллса и председателя ФРС Юджина Мейера по поддержке банков и финансового рынка с помощью ФРС. По плану, ФРС должна была на открытом рынке приобрести большую партию государственных ценных бумаг, чтобы произвести таким образом

¹⁵² Mitchener K. Blood and Treasure: Exiting the Great Depression and Lessons for Today / K. Mitchener, J. Mason // The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 404–405.

вливание крупной суммы наличных денег в финансовую систему. Эти деньги банки должны были бы потратить на расширение кредитов.

Это дало эффект, сразу же устранив дефицит золота, что позволило ФРС начать дальнейшие вливания в банковскую систему капиталов, необходимых для её стабилизации. Но расчёт на то, что банки, устранив дефицит финансов, начнут расширять кредит, не оправдался – эти меры были предприняты слишком поздно, банки не были готовы идти на риск, расширяя кредитование, и финансовая помощь осела в банках в виде увеличенных резервов. К тому же общая активность на финансовом рынке снижалась и спрос на кредиты также уменьшался. Темпы сокращения кредитования (на 20% ежегодно) оставались прежними.

Но главным в этой истории было то, что банкиры заранее узнали о хранившемся в тайне плане ФРС и Министерства финансов и начали повышать цены на государственные бумаги, что обрекло весь этот план на неудачу. Президент Гувер давно уже склонялся к мысли, что экономический спад создаётся искусственной игрой на понижение, которую ведут крупные биржевые спекулянты. Он даже потребовал от руководства Нью-Йоркской биржи не предоставлять «медведям»-понижателям акции в кредит, хотя никаких реальных мер не последовало. После этого Гувер стал всё больше убеждаться в существовании заговора понижателей от демократической партии, готовых на все, чтобы дискредитировать его администрацию и прийти к власти. Была ли в этом доля правды, сказать трудно, но Гувер серьёзно верил, что заговор против США поддерживают европейские финансисты (Ротшильды и др.), используя массовую игру на понижение для ослабления американской экономики. Всё это сопровождалось антисемитской риторикой, и было объявлено, что проводником интересов заговорщиков якобы был Бернارد Барух, известный нью-йоркский финансист от демократической партии. Рассуждения Гувера о том, что «медвежьи» атаки на рынок устраивают спекулянты от демократической партии во главе с Бернардом Барухом и Джоном Рэскобом из компании «Дюпон» возможно и были преувеличенными, но своя доля правды в них, скорее всего, была.

Начало сенатского расследования деятельности Нью-Йоркской биржи

В конце своего президентского срока Гувер начал расследование деятельности Нью-Йоркской биржи, обвинив крупных биржевых игроков в том, что именно они своей игрой на понижение виноваты в крахе 1929 г. и в том, что биржевики систематически устраивали «медвежьи» атаки на рынок акций, намеренно создавали группировки для игры на понижение и получения выгоды за счёт убытков остальных участников биржевых операций.

Гувер навязал Сенату обсуждение этого вопроса несмотря на сопротивление многочисленных противников такого расследования, в том числе Томаса Ламонта и Ричарда Уитни, руководителя биржи. Такое сопротивление отчасти объяснялось опасением крупных биржевых игроков, что будут вскрыты многие подробности их деятельности, которые им не хотелось бы афишировать, а отчасти – усилившимся противостоянием группировок Рокфеллеров и Морганов. Рокфеллеры и поддерживавшие их другие финансовые группы хотели ослабить влияние Морганов в ФРС, Федеральном резервном банке Нью-Йорка и в администрации президента. Рокфеллеры обвиняли группировку Морганов в том, что они спровоцировали кризис 1929 г. и «Великую депрессию», поддерживая низкие учётные ставки в интересах Банка Англии. Сами Рокфеллеры при этом подчёркивали, что никогда не ориентировались на британские финансовые круги. В дальнейшем под давлением со стороны Морганов слушания в сенатском подкомитете были приостановлены в конце июня 1932 г. и возобновились в 1933 г. уже при новом президенте – Ф. Рузвельте.

Большинство представителей Уолл-стрит выступили против расследования, что ещё более снижало популярность Гувера накануне выборов. Однако сенатское расследование «заговора» всё же началось 11 апреля 1932 г. Затем после перерыва его продолжили уже при Рузвельте. Расследование длилось в общей сложности два года, и свидетельские показания дали представители многих брокерских и финансовых домов (Морган, Уиггин, Митчелл и др.), а также известные биржевые трейдеры (Бен Смит и другие).

Первым свидетелем, начавшим давать показания, был Ричард Уитни, президент Нью-Йоркской биржи. Уитни заявил в Сенате, что спекуляция является основой деятельности рынка ценных бумаг и биржи, а игра на понижение, по его словам, – естественная часть биржевой практики,

поэтому все разговоры о заговоре беспочвенны. Однако не все были согласны с мнением Уитни. Выступавший после него на слушаниях Отто Кан из «Kuhn, Loeb and Company» заявил, что рейды на рынок ценных бумаг, ведущие к стремительному обогащению одних и столь же стремительному разорению других, несомненно являются социальным злом. Мнение Кана разделяли многие политики и часть банкиров.

Уже первый этап расследования вскрыл такие факты о деятельности Нью-Йоркской биржи, которые брокерам и крупным трейдерам совершенно не хотелось бы предавать огласке. Особенно впечатляла сумма комиссионных доходов, полученных брокерами с 1928 по 1933 г., – 1,6 млрд долларов (средний доход в год – 300 млн долларов, несмотря на то, что с 1929 по 1933 г. на бирже был период спада и депрессии). Большая часть этих комиссионных доходов приходилась на долю крупных компаний – членов Нью-Йоркской биржи. Кроме того, члены биржи получили дополнительно 325 млн долларов процентов по счетам биржевых спекулянтов, открывавшимся у брокеров (при этом большая часть этих доходов была получена от брокеров, игравших на понижение). А если учесть доходы от подписки на новые эмиссии ценных бумаг, то совокупный доход от комиссионного бизнеса на бирже достигал 2,4 млрд долларов¹⁵³. Всё это ещё больше подрывало и без того невысокий после краха 1929 г. имидж инвестиционных банкиров и биржевых брокеров, наживавшихся на убытках инвесторов. Количество брокерских контор и так начало сокращаться. В 1931 г. обанкротились «Kidder, Peabody and Company» (которую удалось реорганизовать только благодаря финансовой помощи Моргана); «Punchon and Company» и многие другие (всего 16 брокерских компаний – членов Нью-Йоркской биржи).

«Янки-облигации» и банкротство Айвара Крюгера

Во время краха 1929 г. первым пострадал рынок акций, где от падения курсов убытки были особенно велики. Но вскоре пришел черёд и рынка облигаций – в 1932 г. отмечалась целая полоса дефолтов по облигациям. Наиболее ощутимыми эти дефолты были для мелких индивидуальных инвесторов, многие из которых лишились своих сбережений, вложенных в облигации.

¹⁵³ Гейст Ч. Р. История Уолл-стрит / Ч. Р. Гейст. – М.: Изд-во «Квартет-Пресс», 2001. – С. 246.

Пока длился бум конца 1920-х годов на рынке ценных бумаг, андеррайтеры выбрасывали на рынок новые и новые эмиссии облигаций, часто не задумываясь о перспективах ликвидности этих бумаг. Со временем это создало значительные проблемы на облигационном рынке. Наибольшие потери отмечались по иностранным облигациям, в которые инвестировали капиталы не крупные финансовые учреждения, а преимущественно мелкие инвесторы.

Новый этап дестабилизации облигационного рынка начался после самоубийства 12 марта 1932 г. шведского спичечного короля Айвара Крюгера. Выяснилось, что счета компании «Krueger and Toll» были переполнены фиктивными активами, включая поддельные итальянские государственные облигации на 142 млн долларов. Финансовое благополучие Крюгера, о котором столько говорили в те годы, оказалось дутым. Общие потери для инвесторов из разных стран, вложивших свои капиталы в предприятия Крюгера, достигали 400 млн долларов.

Подъём Крюгера был в значительной мере связан с заёмными средствами, которые он получал на рынке *yankee bonds* – «янки-облигаций», нового финансового инструмента, расцвет которого пришёлся на вторую половину 1920-х годов. После соглашения между Норманом и Стронгом о снижении в США учётной ставки, правительства других стран и иностранные компании начали размещать свои займы в Нью-Йорке. Эмиссия облигаций для иностранных компаний и правительств других стран стала весьма выгодным бизнесом и для американского рынка ценных бумаг. Комиссионные и прочие вознаграждения при таких выпусках были высокими, а так как лондонский рынок стал практически закрытым для таких операций, то американцы могли ставить любые условия.

Особенно воодушевлял американских финансистов тот факт, что они превратились из реципиентов иностранных инвестиций в поставщиков капитала. Большая часть «янки-облигаций» предназначалась для государственных займов (займы для Германии в рамках плана Дауэса, для Канады, стран Латинской Америки и др.). Выгодны были условия размещения «янки-облигаций» и для подписчиков; так, один из немецких займов в рамках плана Дауэса размещался в США по цене 87% номинала (возможная прибыль от таких облигаций, выпущенных на 110 млн долларов, при их продаже по номиналу составляла бы 13 млн долларов). Но информация о финансовом положении многих иностранных заемщиков была явно недостаточной. Министерство торговли пыталось поставить вопрос о целевом использовании таких займов, но вопрос так

и не был решён, и выгодные для американских банков «янки-облигации» иностранных займов продолжали выпускаться.

Такие займы использовал и Крюгер – с 1923 г. он сотрудничал по этому вопросу с американской компанией «Lee, Hugginson and Company», которая помогла ему учредить в 1923 г. международную корпорацию по продаже спичек (International Match Corporation), распространившую в США свои акции на 150 млн долларов. Крюгер использовал заёмные средства для выплаты высоких дивидендов по акциям своих компаний, чем искусственно обеспечивал их постоянный рост, что стимулировало объём продаж акций, и т. д. Схема эта была уже известной, и не Крюгер её придумал. В те годы это была обычная практика, и пока рынок ценных бумаг рос, никто не обращал внимания на такие вещи, а во время кризиса обращать на них внимание уже было поздно.

Крюгер не стеснялся использовать заёмные средства для создания своей спичечной империи, предоставляя из этих капиталов кредиты иностранным правительствам, чтобы те взамен давали ему монополию на продажу спичек. Так было в 1927 г. с прибылью от размещения в США одного из займов, переданной французскому правительству для стабилизации курса франка, что вызвало недовольство в США. Однако часть заёмных средств через запутанную сеть дочерних компаний (в частности, в Польше) переводилась на личные счета Крюгера. После банкротства Крюгера и его самоубийства оказалось, что залог из ликвидных бумаг, предоставленный в качестве обеспечения одного из выпусков «янки-облигаций», после размещения облигаций был подменён неликвидными бумагами низкого качества. Вначале в качестве залога были заявлены французские государственные облигации, но потом они были заменены на югославские, которые к началу депрессии 1930-х годов полностью обесценились. Это отразилось на курсах облигаций «Krueger and Toll», после чего их держатели понесли значительные убытки. Тот факт, что Крюгер подменил залог, которым обеспечивались эмиссии облигаций его компании, был особенно шокирующим для инвесторов. Начался скандал, и «Lee, Hugginson and Company», утверждавшая, что ничего не знала обо всех этих мошенничествах Крюгера, оказалась в затруднительном положении. Входивший в совет директоров Дональд Дюрант, единственный американский партнер Крюгера (он представлял «Lee, Hugginson and Company»), в своих показаниях в Сенате признавал, что никогда не присутствовал на заседаниях совета и не имел ни малейшего понятия о реальном финансовом состоянии «Krueger and Toll». Создаётся впечатление, что компания «Lee, Hugginson and Company»,

поддерживавшая Крюгера, либо не понимала его мошенничеств (что маловероятно), либо сознательно закрывала глаза на многие вещи за личные вознаграждения со стороны «спичечного короля», что весьма напоминает практику, распространенную в мире в начале ХХI в.

Проблемы на рынке «янки-облигаций», обострившиеся после банкротства Крюгера, касались не только корпоративных бумаг, но и облигаций государственных займов, в особенности латиноамериканских стран. В 1930-е годы большинство этих стран (кроме Аргентины, в которую были вложены крупные инвестиции) испытывали экономические и финансовые трудности. Надежда была только на финансирование через государственные займы, размещённые на рынке «янки-облигаций», но с началом дестабилизации на этом рынке ухудшилось и финансовое положение стран-заёмщиков.

В 1928 г. «National City Company» организовала размещение в США бразильских облигаций на 16 млн долларов. Ещё в момент ведения переговоров о размещении займов курсы предыдущих выпусков этих облигаций начали падать, но это не остановило «National City Company» и руководившего компанией Чарльза Митчелла. Размещение займа в США обещало немалую прибыль, «фабрикация» новых ценных бумаг, как говорили тогда, была излюбленной практикой Митчелла и проводилась любой ценой. Рекламные проспекты эмиссии как обычно приукрашено описывали выгодность и надёжность займа, и большая его часть была размещена среди мелких инвесторов. Покупались на рекламные обещания и далеко не мелкие инвесторы. В США приобрела известность история Эдгара Брауна из Пенсильвании, через «National City Company» вложившего в 1927 г. 100 тыс. долларов в облигации. Браун, не ориентировавшийся в ценных бумагах, полностью полагался на брокеров «National City Company» и думал, что его капиталы будут вложены в надёжные облигации. Но брокеры на 100 тыс. закупили латиноамериканских и венгерских облигаций, а затем стали использовать в спекулятивных операциях инвестиции Брауна, привлекая его тем, что на счету было облигаций уже не на 100, а на 250 тыс. Когда цены на облигации начали падать и Браун стал проявлять беспокойство, его брокер продал с потерями облигации и вместо них купил акции, в 1929 г. полностью обесценившиеся. История Брауна, потерявшего свои капиталы, в те годы была типичной.

Особенно серьёзные проблемы возникли с перуанскими облигациями. По слухам, распространившимся в США, банкиры из «J. and W. Seligman and Company» дали взятку в полмиллиона

долларов сыну президента Перу, чтобы перуанское правительство приняло решение о выпуске облигаций. Основным покупателем всей эмиссии была «J. and W. Seligman and Company», планировавшая получить значительную прибыль от размещения этих бумаг среди мелких инвесторов с помощью «National City Company». Когда начался общий спад 1930-х годов, цена на облигации упала до 5% номинала и убытки инвесторов были колоссальными. В США начался очередной скандал и разбирательство в сенатском подкомитете. Хотя всем было известно, что перуанская финансовая система слаба, и о какой-либо надёжности облигаций говорить не приходилось, на слушаниях в сенате представители «National City Company» заявляли, что они узнали о положении дел в Перу уже после падения курса облигаций. Очевидно, что такие объяснения были мало правдоподобны.

В 1932 г., когда проблемы на рынке облигаций больше всего обострились, по инициативе банка Моргана была начата операция «The Stars and Stripes Forever» («Звёзды и полосы навсегда» – название американского патриотического марша). «J. P. Morgan and Company», а также 30 других банков решили выделить 100 млн долларов, чтобы скупить для поддержания курсов облигации с высокой ликвидностью, оставляя бумаги низкого качества на произвол судьбы. Но, несмотря на всю патриотическую риторику, сопровождавшую этот план, распространились слухи, что Морган и остальные банки из группы поддержки планировали получить немалую прибыль. Кроме того, многие из скупавшихся банками облигаций были теми, первичным размещением которых несколько лет назад занимались эти же самые банки (в конце 1920-х годов один только банк «Kuhn, Loeb and Company» был подписчиком на новые выпуски облигаций на сумму 1,6 млрд долларов, в два раза опережая по объёму андеррайтинга банк Моргана)¹⁵⁴.

Избрание Франклина Рузвельта и новая волна банковского кризиса

К тому времени, когда Франклин Рузвельт занял пост президента, значительная часть финансовой системы США была разрушена, а во многих других странах мира углублялся экономический спад,

¹⁵⁴ Chernow R. House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of the Modern Finance / R. Chernow. – N. Y.: Atlantic Monthly Press, 1990. – P. 352–353.

сопровождавшийся ростом безработицы. В ноябре 1932 г., когда Рузвельт ещё не успел принять присягу, в США началась очередная волна банковского кризиса. Толчком стало массовое изъятие вкладов в одном из крупнейших банков Детройта, центра автомобильной промышленности, – «Guardian Trust Company». Когда у банка возникли проблемы, слух об этом быстро распространился, началась массовая паника и «набеги» вкладчиков; в нескольких штатах пришлось полностью закрыть банки. После начала массового изъятия вкладов только лишь с декабря 1932 г. по февраль 1933 г. запасы наличных денег у населения увеличились на 16% (на 760 млн долларов)¹⁵⁵. Паника распространилась за пределы США – во всех странах пытались избавиться от долларов. Напряжённость усиливали сказанные Рузвельтом во время предвыборной кампании слова о том, что возможна девальвация доллара, если в этом будет экономическая необходимость.

К моменту принятия Рузвельтом присяги банковский кризис был в разгаре, а изъятие вкладов стало массовым. Из-за уменьшения кредита с 50 до 30 млн долларов с 1930 по 1933 г. производство быстро сокращалось (металлургические предприятия использовали лишь 12% мощности, выпуск автомобилей сократился в 10 раз, а количество безработных выросло до 13 млн человек).

Свою деятельность Рузвельт начал с принятия срочных мер по спасению банков (на тот момент их было 14 207, в том числе федеральных 4897, остальные – региональные). Банковская и финансовая системы США были в тяжёлом состоянии. В сущности, банки уже не могли нормально работать – единственным выходом было закрытие всех банков (в 28 штатах они уже были закрыты); 5 марта 1933 г. Рузвельт объявил «банковские каникулы» с 6 по 10 марта, чтобы предпринять необходимые меры для спасения банковской системы.

А 12 марта Рузвельт обратился по радио к народу, и долго рассказывал о том, как работает банковская система, призывая хранить деньги все же в банках, а не дома. «Друзья мои, я обращаюсь к гражданам Соединённых Штатов, чтобы немного поговорить о банках. Я обращаюсь к тем, кто понимает механику банковского дела, – таких сравнительно мало, – но особенно к тому огромному большинству из вас, кто пользуется банками, чтобы хранить деньги и выписывать чеки... Я понимаю, – говорил далее Рузвельт в свойственной ему подкупающей

¹⁵⁵ Фридман М. Монетарная история Соединённых Штатов. 1887–1960 / М. Фридман, А. Шварц. – К.: Ваклер, 2007. – С. 327.

доверительной манере, – что многочисленные официальные заявления, исходящие из столиц штатов и Вашингтона, законодательные акты, распоряжения Казначейства и тому подобное – все эти документы, зачастую изобилующие банковскими и юридическими терминами, могут быть непонятны среднему гражданину и требуют разъяснения». «С огромной радостью я улавливаю нотки доверия в настроениях людей по всей стране. У меня нет слов, чтобы выразить им благодарность за поддержку и согласие с той оценкой ситуации, на которой основывается наш курс, хотя, возможно, не всё в происходящих процессах было им понятно. В конце концов, в нынешней перестройке финансовой системы есть нечто такое, что важнее денег, важнее золота, – это доверие людей», – заявил Рузвельт¹⁵⁶.

Как ни странно, но в разгар банковской паники Рузвельту поверили – видимо, сказало его личное обаяние, – и когда на следующий день, 13 марта, когда открылись банки, вкладчики понесли в них деньги. А 15 марта после перерыва начала работу Нью-Йоркская биржа. К концу марта в банки вернулось 1,5 млрд долларов (всего во время паники было изъято около 2 млрд долларов). Благодаря решительным действиям Рузвельта банковская система была спасена, а восстановление доверия к банкам стало одним из важнейших компонентов последующего медленного восстановления экономической и финансовой систем.

Но промышленное производство оставалось в угнетённом состоянии, и в следующие несколько месяцев администрация нового президента развила активную деятельность в этом направлении. Были сокращены расходы на государственные нужды и зарплаты государственных служащих, а за счёт программы общественных работ

¹⁵⁶ Поясняя события конца февраля – начала марта, президент сказал: «Из-за того, что доверие населения к банкам было подорвано, массы людей кинулись обращать банковские вклады в наличность и золото. Наплыв желающих оказался настолько большим, что даже самые платежеспособные банки не находили достаточно наличных денег, чтобы удовлетворить спрос... Ко второй половине дня 3 марта, в пятницу прошлой недели, в стране едва ли хоть один банк продолжал нормальные операции. Почти во всех штатах губернаторы объявили о полном или частичном закрытии банков. Банковские каникулы во многих случаях создают большие неудобства, но вместе с тем дают возможность пополнить запасы наличных денег, как того требует ситуация. Помните, что ни один платёжеспособный банк не стал ни на доллар беднее с тех пор, как на прошлой неделе были закрыты его двери. Это относится и к тем банкам, которые, возможно, не смогут немедленно возобновить свою работу» (Рузвельт Ф. Беседы у камина / Ф. Рузвельт. – ИТРК, 2013. – <http://www.e-reading.ws/book.php?book=90802>).

(строительство дорог, мостов и т. п. – на эти работы выделялось 3,5 млрд долларов из государственного бюджета) и создавались многочисленные рабочие места.

В следующем обращении 7 мая 1933 г. Рузвельт говорил: «Одним воскресным вечером, неделю спустя после вступления в должность, я воспользовался радио, чтобы рассказать вам о банковском кризисе и о мерах, которые мы принимали для его преодоления. Я старался объяснить гражданам нашей страны некоторые факты... и вообще помочь понять происходящее. Уверен, что это сильно помогло восстановить доверие. Сегодня, восемь недель спустя, я снова выступаю, чтобы отчитаться перед вами... Как вы знаете, два месяца назад... страна была на волосок от гибели... поскольку спад промышленности и торговли достиг опасной черты»¹⁵⁷.

Окончание периода экономического либерализма и «новый курс»

После кризиса 1929 г. закончился длительный период экономического либерализма. Вынужденной реакцией на экономический спад стал период усиления государственного регулирования рынка ценных бумаг, продолжавшийся до 1970-х годов. Книга Герберта Гувера «American

¹⁵⁷ «Цены на основные сырьевые товары были такими, что обесценивались активы коммерческих и сберегательных банков, страховых компаний и других финансовых учреждений. Оказавшись в тяжёлом положении, эти учреждения стали отбирать имущество по закладным, требовать погашения ссуд и отказывать в кредитах. Таким образом, фактически шёл процесс уничтожения собственности миллионов людей, которые под обеспечение этой собственности заняли деньги тогда, когда покупательная способность доллара была совершенно иной, чем в марте 1933 года. Если бы правительство не приняло срочные меры, это означало бы «позволить, чтобы и дальше люди лишались имущества по закладным, чтобы не работал кредит, а деньги складывались в кубышки». Нетрудно было предвидеть, что всё это «привело бы к вынужденной ликвидации и банкротству банков, железных дорог и страховых компаний и рекапитализации всего бизнеса и всей собственности на более низком уровне. Это означало бы продолжение так называемой «дефляции», в итоге которой огромные потери понесли бы все, у кого есть собственность или вклады в банках... такой курс имел бы не только очень серьёзные последствия для экономики, но и социальные последствия, способные принести неизмеримый вред» (Рузвельт Ф. Беседы у камина / Ф. Рузвельт. – ИТРК, 2013. – <http://www.e-reading.ws/book.php?book=90802>).

Individualism»¹⁵⁸, впервые опубликованная в 1922 г. и столь популярная в бурные 1920-е годы, стала совершенно неуместной.

В двадцатые годы считалось, что всё благоприятное для бизнеса хорошо и для экономики, и законодателем настроения была Уолл-стрит. Но в начале 1930-х, время разбитых надежд, когда «американская мечта», казалось, была разрушена, пророки времён экономического бума, такие как Джон Раскоб и Чарльз Митчелл, вели себя скромно, не показываясь на публике. Репутация героев Уолл-стрит была подмочена, и в самой среде крупных биржевых игроков не было заметных лидеров – каждый был сам за себя и выживал, как мог. Когда Бернард Барух появился на Уолл-стрит, то с глубоким почтением относился к выдающимся, как ему казалось, финансистам. Но позже он понял, что те, кого он так уважал, на деле оказались «поверхностными и мелкими», и в биржевых кругах много было людей с «такой завышенной самооценкой, каких не найдёшь ни на одной другой улице в мире»¹⁵⁹.

Но крупные биржевые игроки или инвестиционные банкиры в это время не испытывали особых финансовых трудностей – накопленного богатства хватало им, чтобы продолжать жить, как раньше, но в тени. Иногда крупные финансисты делали демонстративные жесты благотворительности – Морган подарил правительству США огромную яхту «Корсар», хотя на деле она была не нужна правительству, а суммы на её ежегодное содержание, незаметные для Моргана, оказались обременительными для государственного бюджета. Морган же отдал свою «старую» яхту лишь потому, что, несмотря на тяжёлые времена, спустил на воду новую яхту, самую большую и дорогую в мире.

Отношение общества к теме предпринимательского индивидуализма, казалось бы, такого типичного для менталитета американцев, быстро изменилось. По словам сенатора Роберта Лафлетта, «банкротство, которое в условиях наихудшего экономического кризиса потерпел Гувер как лидер, вскрывает трагическую несостоятельность сурового индивидуализма». А историк Чарльз Бирд так говорил об отношении к индивидуализму в то время: «Индивидуалистическое кредо “каждый за себя”... означающее инвестиционный рэкет... неприменимо в век технологий, науки и рационализированной экономики», а для преодоления кризиса и последовавшего за ним экономического

¹⁵⁸ Hoover H. American Individualism / H. Hoover. – N. Y.: Doubleday, Page & Company, 1922. – 72 p.

¹⁵⁹ Gilbert C. Mirrors of Wall Street / C. Gilbert. – N. Y.: Putnam, 1933. – P. 268.

спада необходимы «стабилизация, планирование.... и регулирование производства»¹⁶⁰.

В США усиление государственного регулирования рынков началось во время реформ Ф. Рузвельта и принятия нескольких законов, определявших деятельность банков и рынков ценных бумаг – закона о банках 1933 г. (Banking Act – так называемый Glass-Steagall Act)¹⁶¹, закона о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act¹⁶²), закона о ценных бумагах и бирже 1934 г. (Securities and Exchange Act¹⁶³) Принятие этих законов стало признанием того факта, что кризис 1929 г. имел наиболее отрицательные последствия в США по причине несовершенного государственного регулирования рынка ценных бумаг.

В марте 1933 г. председатель правления ФРС Юджин Мейер подал в отставку, и основными советниками Рузвельта по финансовым вопросам стали Джеймс Варбург (37-летний сын известного банкира Пола Варбурга) и Джордж Харрисон. А 18 апреля 1933 г. Рузвельт объявил о выходе США из золотого стандарта несмотря на сопротивление многочисленных критиков (среди которых был и Дж. Варбург), считавших, что эта мера приведёт к неконтролируемому росту инфляции и финансовому хаосу. Однако расчёт Рузвельта оказался верным и на этот раз: после снижения стоимости доллара по отношению к золоту за следующие три месяца цены выросли почти в два раза и реальная стоимость кредитов значительно снизилась. Это и стало толчком, оживившим промышленность – объём производства вырос на 50%. К концу 1933 г. снижение курса доллара достигло 40% и на этом остановилось. Но Рузвельт достиг своей цели – к 1937 г. объём промышленного производства вырос на 100%, а ВВП – на 40%.

Работа комиссии по расследованию причин биржевого краха и принятие законов о ценных бумагах

В марте 1933 г. продолжила работу комиссия по выяснению причин биржевого краха 1929 г. Возглавил комиссию Фердинанд Пекора, в прошлом адвокат и помощник окружного прокурора Нью-Йорка,

¹⁶⁰ Цит. по: Гейст Ч. Р. История Уолл-стрит / Ч. Р. Гейст. – М.: Изд-во «Квартет-Пресс», 2001. – С. 228–229.

¹⁶¹ Glass-Steagall Act. – http://en.wikipedia.org/wiki/Glass-Steagall_Act.

¹⁶² Securities Act Of 1933. – <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>.

¹⁶³ Securities Exchange Act Of 1934. – <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

затем – член сенатской комиссии по банкам и денежному обращению. Пекора был известен тем, что возбуждал судебные дела против многих продавцов поддельных ценных бумаг и коррумпированных политиков, успешно доводя эти дела до конца. В 1932 г., когда ещё при Гувере начались слушания в сенатском подкомитете о злоупотреблениях на Нью-Йоркской бирже, Пекора был на этих слушаниях председателем.

Комиссия Пекоры, особенно негативно настроенного против Морганов, продолжила свою работу в 1933 г. уже при Рузвельте, вскрыв многочисленные факты злоупотреблений среди высших слоёв финансовой элиты. Так, Альберт Уиггин, президент банка «Chase National Bank», в разгар бума выгодно продал акции своего банка, рассчитывая на их понижение, и заработал на крахе 4 млн долларов. Чарльз Митчелл, руководивший «National City Bank», выдал своим сотрудникам кредиты на 2,4 млн долларов без какого-либо обеспечения с целью поддержать после краха их акции (лишь 5% этих кредитов было возвращено). Сам Митчелл заработал на крахе более миллиона долларов, уклоняясь от уплаты налогов. Дж. Морган на протяжении трёх лет, с 1929 по 1931 г. также уклонялся от уплаты налогов¹⁶⁴.

Во время расследования Пекоры внимание привлекло дело Сэмюэля Инсалла (1859–1938), создавшего в Чикаго одну из крупнейших финансово-промышленных групп, объединившую коммунальные предприятия Чикаго и 20 других штатов. Компании, контролируемые холдингом С. Инсалла, производили около 10% электроэнергии в США. Группой управляло пять холдинговых компаний, в каждой из которых крупными пакетами акций владела семья Инсалла. После краха 1929 г. цены на акции Инсалла быстро упали, и его бизнес начал сокращаться. Но так как доля заёмных средств в группе была весьма высокой, Инсалл должен был выплачивать огромные долги, что поставило его в весьма затруднительное положение. К тому же в финансировании холдингов были свои особенности: часть эмиссии акций холдинговых компаний Инсалл продавал по рыночным ценам, но на значительную часть придерживал для себя опционы. По мере роста цен на акции накануне краха увеличивались и прибыли Инсалла, достигшие в 1929 г. 170 млн долларов; инвесторам же приходилось покупать акции на

¹⁶⁴ Kennedy S. The Banking Crisis of 1933 / S. Kennedy. – Kentucky: University Press of Kentucky, 1973. – P. 126.

невыгодных условиях¹⁶⁵. Когда у Инсалла начались трудности, он нанял компанию «Halsey, Stuart and Company», чтобы та поддерживала цены на его акции, пока он вёл переговоры с банками о предоставлении кредита. Но банкротства избежать не удалось, и все убытки легли, как обычно, на инвесторов. Сам Инсалл осенью 1932 г. бежал в Грецию, где скрывался полтора года. Американские власти неоднократно пытались добиться выдачи Инсалла, но только при Рузвельте, оказавшем давление на греческую общину США, та попросила выслать его из Греции, и в 1934 г. он вернулся в США. Опасения Сэмюэля Инсалла, что его будут преследовать, были преувеличены: со временем все обвинения были сняты, и во второй половине 1930-х годов он даже пытался вернуться к финансовой деятельности.

Затем пришёл черёд Моргана. Фердинанду Пекоре, испытывавшему к Моргану особую неприязнь, очень хотелось доказать, что именно банк Моргана, поставивший в зависимое положение от себя многие другие банки и компании, был главным виновником событий 1929 г. Но сделать это было не так просто – Морган предоставил подробный отчёт о деятельности банка, сделав акцент на том, что он никого не принуждал брать у него кредиты или заниматься каким-то операциями, выгодными ему. Привлечённые престижностью банка Моргана, клиенты сами приходили к нему, а не он искал их. Пекора старался обвинить Моргана в том, что более 60 известнейших банкиров (в том числе Чарльз Митчелл и Чарльз Дауэс) брали у него кредиты, на что Морган резонно ответил, что его банк действительно давал этим людям кредиты, но в этом нет никакой проблемы. А то, что эти люди были ему знакомы и с ними его связывали определённые деловые или личные отношения, тем более не является странным – было бы странным, если бы банк Моргана выдавал кредиты неизвестным заёмщикам с непонятной репутацией. Тогда Пекора поднял вопрос о списках привилегированных лиц, в конце 1920-х годов приобретавших акции холдинговых компаний Моргана (United Corporation, Alleghany Corporation, Standard Brands) по льготным ценам – 20 долларов, в то время как рыночная цена этих акций составляла 35 долларов¹⁶⁶.

¹⁶⁵ McDonald F. Insull: The Rise and Fall of a Billionaire Utility Tycoon / F. McDonald. – Chicago: University of Chicago Press, 1962. – P. 316.

¹⁶⁶ Pecora F. Wall Street Under Oath: The Story of Our Modern Money Changers / F. Pecora. – N. Y.: Simon and Schuster, 1939. – P. 13.

Морганов нередко обвиняли в том, что у них были «свои» финансисты и политики, имевшие возможность скупать новые выпуски акций ещё до того, как они появлялись на публичных торгах. Пресса раздула из этого громкий скандал, и попытки Морганов объяснить, что возможность покупать акции до начала публичных торгов имеет смысл только при растущем рынке ценных бумаг, уже никого не интересовали. В списке привилегированных покупателей акций оказались даже друзья Рузвельта – министр финансов Уильям Вудлин и Норман Дэвис из государственного департамента, а также Кэлвин Кулидж и многие другие политики.

Объяснения Моргана были неубедительными, и все понимали, что за счёт привилегий определенным лицам банк Моргана оказывал влияние на политическую элиту, став по сути правительством внутри правительства. А благодаря перекрёстным директорским постам во многих крупнейших корпорациях банк Моргана фактически управлял всей финансовой системой США и вовлёл страну в кризис 1929 г., а затем и в послекризисную депрессию.

Наиболее болезненным для банкиров был вопрос о крупных комиссионных вознаграждениях, о которых инвестиционные банки не забывали даже во время кризиса, фактически наживаясь на финансовых трудностях государства и общества. Многие считали, что именно банки в погоне за выгодой мешают стране выйти из кризиса. Крупные комиссионные вознаграждения, получаемые при выпуске облигаций, достигали 10% стоимости всей эмиссии, нередко превышая комиссионные при выпусках акций. Размер комиссионных банки определяли по своему усмотрению, а так как кроме банков никто не мог аккумулировать капитал, необходимый для размещения бумаг, клиентам приходилось принимать условия, выдвигаемые банкирами, а те обогащались за счёт компаний, бумаги которых они размещали. Такая практика, общепринятая в обычных условиях, во время расследования Пекоры вызвала особое негодование, так как действительно трудно было объяснить, почему банки получали по 10 млн долларов комиссионных при размещении эмиссии в 100 млн долларов в то время, как страна все глубже погружалась в экономическую депрессию. Банкиры, особенно Отто Кан, пытались объяснить членам комиссии Пекоры, чем обусловлены такие комиссионные, но эти объяснения были неубедительными. Во время расследования вспомнили историю о том, как привлекаемые большими комиссионными процентами в торговлю ценными бумагами вошли в 1920-е годы такие крупные участники,

как «Chase National Bank» и «National City Bank of New York». И хотя банкиры утверждали, что операциями с ценными бумагами занимались не сами банки, а их дочерние компании, являющиеся самостоятельными участниками рынка, все понимали, что такой аргумент формальный. Предложения, чтобы банки в проспекте эмиссии называли сумму комиссионного вознаграждения, высказывались не раз в 1920-е годы, в частности Луисом Брандисом (Louis Brandeis, 1856–1941), известным юристом, прославившимся во время бума двадцатых годов своей жёсткой критикой чрезмерной власти крупных корпораций.

Фердинанд Пекора, эмоциональный и темпераментный (по происхождению он был итальянец), создал на слушаниях истерическую атмосферу борьбы с заговором, особенно в тех вопросах, которые касались Морганов. Современные исследования материалов слушаний комиссии Пекоры показали, что значительная часть разоблачений Пекоры были измышлениями и ничем не доказанными предположениями, а многие обвинения были сфабрикованы. Но в 1933 г. выявленные комиссией Пекоры злоупотребления окончательно подорвали доверие к банкам и биржам. В обществе многие воспринимали банкиров и финансистов как проходимцев, виновных в финансовом кризисе и экономической депрессии. А «борьба с заговорщиками» отчасти помогла Рузвельту и его администрации принять закон о банках и законы ценных бумагах, подорвавшие влияние группировки Моргана.

Закон о ценных бумагах был принят в мае 1933 г., в июне 1934 г. его дополнил закон о ценных бумагах и биржах. А принятый в июне 1933 г. закон Гласса-Стигалла разделил инвестиционные и коммерческие банки. И хотя законы о ценных бумагах не содержали каких-либо принципиально новых положений, их основная цель была в том, чтобы ликвидировать те неоднозначные положения и лазейки в существовавших ранее нормативных документах, которыми во время бума и краха 1920-х годов воспользовались брокеры и банкиры.

Закон о ценных бумагах 1933 г. требовал, чтобы публичные продажи новых бумаг начинались только лишь через 21 день после их выпуска, чтобы курсы на бумаги могли «охладиться», как говорили в то время. Эмитенты должны были регистрировать заявки на выпуски бумаг в «Федеральной торговой комиссии» («Federal Trade Commission»). Эмитенты муниципальных облигаций были свободны от этого требования, в особенности касавшегося иностранных бумаг.

Закон определил требования по раскрытию информации при выпуске ценных бумаг. В процессе выпуска ценных бумаг должна была

соблюдаться полная прозрачность информации, а все инсайдерские операции запрещались. Новые правила выпуска ценных бумаг значительно повысили расходы на эмиссию. Считалось, что эти требования направлены на защиту инвесторов, но на практике поступление сбережений мелких инвесторов для вложения в ценные бумаги теперь стало возможным через крупные посреднические компании, которые могли оплачивать возросшие расходы на эмиссию. Мелкие посреднические финансовые компании (в том числе небольшие инвестиционные банки) вытеснялись с рынка ценных бумаг, уменьшая конкуренцию для крупных банков. Доступ мелких индивидуальных инвесторов на рынок усложнялся, и в смысле демократизации рынка это был шаг назад, хотя в условиях экономического спада этот шаг был, вероятно, необходим.

Закон о ценных бумагах и биржах 1934 г. пошёл гораздо дальше, выступив против традиционных методов работы Уолл-стрит и Нью-Йоркской биржи. Все биржи должны были теперь регистрироваться в «Комиссии по ценным бумагам и биржам» («Securities and Exchange Commission», SEC). Кроме того, закон затронул и методы работы на бирже, в том числе игру на понижение. Требования к маржевым операциям с ценными бумагами были унифицированы и подлежали контролю со стороны ФРС, а созданный «Комитет по методам работы фондовой биржи» («Committee on Stock Exchange Practice») получил право вмешиваться во все аспекты биржевых операций с ценными бумагами. Однако внебиржевой рынок ценных бумаг, как и рынок фьючерсов, не охватывались нормами закона.

Биржевые трейдеры опасались, что принятие нового закона затронет работу фондовых бирж настолько, что это окажет негативное влияние на весь рынок ценных бумаг, а количество трейдеров может быть ограничено. В действительности всё оказалось не так страшно, и авторы закона посчитали вполне достаточным для предотвращения злоупотреблений (подобных тем, что были в конце 1920-х годов) ограничение игры на понижения и маржевых операций с ценными бумагами. Интересы биржевых трейдеров в сущности не пострадали.

Первоначально контролировать выполнение законов о ценных бумагах должна была «Федеральная комиссия по торговле», но с 1934 этим занималась специально созданная «Комиссия по ценным бумагам и биржам» (SEC). Второй закон о ценных бумагах и биржах 1934 г. значительно расширил полномочия этой комиссии, и кроме регистрации новых выпусков ценных бумаг она теперь имела право контролировать

политику бирж и публиковать информацию о выпущенных ценных бумагах.

Инвестиционные банки совершенно неожиданно для себя обнаружили, что они находятся под контролем SEC. Это было совершенно непривычным и вызвало сильное беспокойство в финансовых кругах. По новому закону в случае предоставления неверных или неполных данных SEC банки (как и другие участники финансового рынка) должны были нести ответственность. Кроме того, компании для регистрации в SEC должны были предоставлять ежегодные отчёты о своём финансовом состоянии, что вызвало у многих неудовольствие – большинство компаний в США не предоставляли никаких отчётов.

В частности, банк Моргана ни разу не публиковал годовой финансовый отчёт, не считая это необходимым. Введение новых правил финансовой отчётности стало одной из основных причин отказа банка Моргана от инвестиционного финансирования и его перехода в сферу обычной коммерческой банковской деятельности. Всё это подорвало влияние Морганов, и последней каплей стали суд и тюремное заключение в 1938 г. ставленника Морганов Ричарда Уитни, руководившего Нью-Йоркской биржей и обвинённого в крупномасштабных биржевых спекуляциях. В конце 1930-х годов, накануне Второй мировой войны влияние Морганов, имевших связи с Великобританией и Францией ненадолго усилилось – их основные конкуренты Рокфеллеры были слабо связаны с этими странами, но имели деловые контакты с немецкими компаниями, в частности с «ИГ Фарбен». В дальнейшем, после окончания войны возрастание значения нефти обеспечило Рокфеллерам однозначное лидерство, а Морганов свыклись с новой ролью младших партнёров Рокфеллеров.

После принятия в 1934 г. нового закона о ценных бумагах и приобретения SEC реальной власти над рынком ценных бумаг и биржами всех волновал вопрос, кто же будет управлять комиссией и насколько эти люди будут лояльны к сложившимся на рынке ценных бумаг традициям. Пятью членами комиссии стали Джеймс Ландис, сторонник радикально жёсткого регулирования рынка ценных бумаг и бирж; Фердинанд Пекора, уже известный своими разоблачениями спекуляций на бирже; Джордж Мэттьюз и Роберт Хили из Федеральной торговой комиссии.

Председателем SEC стал Джозеф Кеннеди, друг Рузвельта, поддерживавший все его начинания. Однако в то же время Кеннеди был преуспевающим бизнесменом, и его причастность к миру крупного

бизнеса была гарантией того, что он не станет радикально менять традиции, сложившиеся на бирже и рынке ценных бумаг. Это несколько успокоило биржевиков, но вызвало бурю негодования у сторонников «борьбы со спекуляцией» и жёсткого регулирования рынка, заявлявших, что Рузвельт поддался давлению со стороны крупного бизнеса и Уолл-стрит. Особенное возмущение у критиков назначения Кеннеди вызвал тот факт, что летом 1933 г. он оказался в центре скандала, связанного с организацией пула понижателей с целью поддержки акций компании «Libby Owen Fords». Но Рузвельт был твёрд в своём решении, считая, что Кеннеди единственный из членов комиссии, кто имел опыт практической работы на рынке ценных бумаг, поскольку остальные были юристами.

И действительно, вскоре всем пришлось признать, что Джозеф Кеннеди оказался удачным управляющим SEC – избегая явного противостояния с Нью-Йоркской биржей и крупными участниками рынка ценных бумаг, он в то же время создал вполне эффективный механизм деятельности SEC, позволявший комиссии препятствовать злоупотреблениям на бирже и в инвестиционных банках. Впрочем вскоре состав SEC сменился, ушел с поста руководителя и Кеннеди – его сменил Джеймс Ландис.

Деятельность SEC усилила и без того назревавшую оппозицию Рузвельту со стороны представителей крупного бизнеса. Причина была даже не в создании «Комиссии по ценным бумагам и биржам», а в общем сопротивлении курсу Рузвельта на ограничение экономического либерализма и усиление государственного регулирования. Рузвельта обвиняли в насаждении социализма и авторитарного стиля управления, чуждых самим основам американской экономики и общества. Одним из критиков нового курса Рузвельта стал Герберт Гувер, издавший в 1934 г. книгу «Вызов свободе», где он объяснял, как после реформ Рузвельта государство начинает вторгаться в такие сферы предпринимательства и частной жизни, которые затрагивать не стоит, так как нарушаются основополагающие принципы индивидуальной свободы. Все эти тенденции приводили Гувера к параллелям между политикой Рузвельта и коммунизмом¹⁶⁷. Но эта оппозиция сдала свои позиции после того, как в 1936 г. Рузвельт был избран на второй президентский срок. Его популярность в обществе росла и критика «нового курса» стала неуместной.

¹⁶⁷ Hoover H. The Challenge to Liberty / H. Hoover. – N.Y.: Charles Scribner's sons, 1934. – 212 p.

К концу 1934 г. государству удалось подчинить банковский бизнес, биржи и рынок ценных бумаг большему контролю, чем когда-либо до того в истории американской финансовой системы. В этом смысле первый закон о ценных бумагах 1933 г. был направлен помимо всего прочего против «National City Bank» и «National City Company», одних из основных героев событий 1929 г., закон о банках – против влияния Моргана, а закон о ценных бумагах и биржах 1934 г. подчинил контролю со стороны правительства Нью-Йоркскую фондовую биржу. Закон о холдинговых компаниях 1935 г., принятый после краха финансовой группы С. Инсалла, потребовал от всех компаний, владевших коммунальными предприятиями, регистрации в SEC.

Начатая Рузвельтом «охота на медведей» и борьба с понижателями на рынке ценных бумаг не давали покоя бирже на протяжении всех 1930-х годов. Критиковать банкиров и биржевиков стало модным и в этом особенно преуспели политики, в частности Гарри Трумэн, сенатор от штата Миссури и будущий президент США. По словам Трумэна, Уолл-стрит при всей способности контролировать финансы так и не выдвинула из среды финансистов способных государственных деятелей¹⁶⁸.

После того как SEC стала всё больше вмешиваться в работу биржи, и особенно после того, как в 1935 г. Ричарда Уитни ни посту председателя Нью-Йоркской биржи сменил Чарльз Гай, в работе биржи начались изменения. Влияние крупных биржевиков, контролировавших всю биржевую политику, ослабело, и в совете биржи всё большее влияние приобретали брокеры, работавшие за комиссионные. Несмотря на общий спад, на рынке оставалось большое количество таких брокеров, работавших с ценными бумагами, хотя доходы их значительно снизились. Обычной стала практика слияния брокерских компаний, не приносящих прибыли. Так, одна из крупнейших брокерских фирм «Edward B. Smith and Company» вынуждена была объединиться с компанией «Charles D. Barney», образовав новую фирму «Smith Barney and Company». Подобных примеров было в то время немало.

В это же время Ассоциация инвестиционных банкиров, основная профессиональная группа на рынке ценных бумаг, в духе веяний нового курса Рузвельта и призывов к саморегулированию рынка разработала кодекс поведения для своих членов. В начале 1934 г. в ассоциацию было

¹⁶⁸ Truman H. *Memoirs* / H. Truman. – 2 vols. V. 2. *Years of Trial and Hope*. – N. Y.: Doubleday, 1956. – P. 45.

включено 440 брокерских фирм; большинство из них (их было несколько тысяч) не входили в ассоциацию. Кодекс поведения делал акцент на финансовую прозрачность компаний, выпускавших ценные бумаги, определял нормы операций по продаже и деятельности синдикатов, запрещая ставшую привычной практикой составления списков лиц, имевших привилегии в приобретении акций. Этот прецедент был весьма показательным – многие крупные участники рынка ценных бумаг были настроены на соблюдение новых законов, не надеясь на то, что они просуществуют недолго и не приживутся, как заявлял Морган. Однако после ухода Кеннеди с поста председателя «Комиссии по ценным бумагам и биржам» конструктивные настроения, идеи саморегулирования и информационной открытости сменились более прагматичными целями – самосохранением и выживанием в условиях усиления государственного контроля.

Этот контроль особенно усилился, когда место Джеймса Ландиса, преемника Джозефа Кеннеди, занял Уильям Дуглас, прямо называвший биржевиков и финансистов «финансовыми термитами», вместо древесины питающимися чужими капиталами; для Дугласа все они были спекулянтами и паразитами, наживающимися за счёт мелкого бизнеса¹⁶⁹. Но и тогда планы по созданию саморегулирующейся организации профессиональных участников рынка ценных бумаг сохранялись. В 1936 г. брокеры и инвестиционные банкиры создали группу, получившую название «Конференция инвестиционных банкиров» («Investment Bankers Conference»), независимую от уже существующей «Ассоциации инвестиционных банкиров». В группу вошло около 20% всех биржевых брокеров. Инициативу поддержал Уильям Дуглас – группа могла влиять на небиржевой рынок, а Дуглас понимал, что если бы SEC попыталась регулировать этот рынок, то это закончилось бы неудачей и негативно повлияло бы на имидж не только «Комиссии по ценным бумагам», но и самого Дугласа. А в 1937 г. был принят закон Мэлони (названный по имени Фрэнсиса Мэлони, сенатора от штата Коннектикут), учредивший «Национальную ассоциацию дилеров ценных бумаг» («National Association of Securities Dealers», NASD), наблюдавшую за небиржевым рынком.

¹⁶⁹ Douglas W. Democracy and Finance. The Addresses and Public Statements of W.O. Douglas as Member and Chairman of the Securities and Exchange Commission / W. Douglas. – New Haven, Conn.: Yale University Press, 1940. – P. 8.

В ассоциацию вступило большинство брокеров и дилеров, работавших на рынке ценных бумаг. Противников и критиков у ассоциации практически не было. На рынке незарегистрированных ценных бумаг, не вошедших в котировки фондовых бирж, отмечались значительные колебания цен и все понимали необходимость хотя бы каких-то мер для упорядочивания этого рынка. Акции крупнейших известных компаний (около 2500 наименований ценных бумаг) обращались на Нью-Йоркской бирже и на фондовых биржах других городов, но количество акций, не вошедших в котировки бирж, также было весьма значительным – около 3000 наименований. Ранее незарегистрированные бумаги, не вошедшие в котировки, не подлежали какому-либо регулированию. Цены на них устанавливались на рынке стихийно, а предоставление информации об эмиссиях и эмитентах было эпизодическим. После создания NASD и на эти бумаги стали распространяться нормы обеспечения информационной прозрачности. Но практически обеспечить выполнение этих правил оказалось делом весьма затруднительным – на внебиржевом рынке работало около 6 тыс. человек, и контролировать соблюдение ими правил информационной прозрачности было весьма проблематичным. Но, как бы там ни было, все соглашались, что лучше любые попытки регулирования внебиржевого рынка, чем полная его стихийность и неуправляемость¹⁷⁰.

¹⁷⁰ Одним из крупных биржевиков, вскоре почувствовавшим на себе последствия новых методов регулирования рынка, стал Майкл Михан, прославившийся в 1920-е годы игрой на повышение с акциями RCA, одними из наиболее популярных и быстро растущих. В 1937 г. по решению SEC Михан был исключён из членов Нью-Йоркской фондовой биржи и нескольких других бирж за манипулирование ценами акций. В частности, это касалось бумаг «Bellanca Aircraft Corporation», цены на которые за счёт игры на повышение начали быстро расти, что совершенно не соответствовало реальному финансовому состоянию компании. Ирония, отражавшая смену эпох, была в том, что малоизвестная за пределами узких кругов компания Bellanca не шла ни в какое сравнение по масштабу с RCA. Все знали, что корпорацию контролировал Михан, который так и не понял, что ситуация на рынке ценных бумаг в условиях «нового курса» Рузвельта изменилась, и продолжал работать по методам конца 1920-х., тогда считавшимся вполне обычными. По словам «Нью-Йорк Таймс», «Комиссия по ценным бумагам и биржам сегодня отстранила Майкла Михана, в прошлом члена трёх американских фондовых бирж – колоритную фигуру с Уолл-Стрит» (SEC Expels Meehan on Rigging Charge; First Action of Its Kind Taken by Federal Agency Under Securities Act of 1934 // The New York Times. – 1937. – 3 August).

Реформы в ипотечном кредитовании

В финансовых реформах Рузвельта важное место отводилось реорганизации системы ипотечного кредитования, необходимой и для укрепления банков, и для общего оздоровления экономики. В условиях банковского кризиса старая система ипотечного кредита была дестабилизирована, и банки массово стали отказываться от предоставленных в залог объектов недвижимости, требуя погашения кредитов.

Это поставило под угрозу стабильность всего ипотечного кредита, и 13 июня 1933 г. был принят закон «Об ассоциациях кредитования домовладельцев» («Home Owners' Loan Corporation Act») (известный также под названием «Homeowners Refinancing Act») и была учреждена «Ассоциация кредитования домовладельцев» («Home Owners Loan Association»). Хотя она существовала недолго и была ликвидирована в 1935 г., Ассоциация успела выкупить у банков часть внесенных в залог объектов недвижимости, а домовладельцам помогла реструктуризировать ипотечные кредиты за счёт того, что продлевала истекшие кредиты сроком до 15 лет. А созданный в 1932 г. «Федеральный совет банков жилищного кредита» («Federal Home Loan Bank Board») начал поддерживать мелких ипотечных кредиторов – локальные ссудно-сберегательные ассоциации (Savings and Loans mutual associations), подобные британским «строительным обществам» («building societies»).

Ещё одним новшеством в ипотечной политике администрации Рузвельта стало создание системы страхования депозитов, которым занималась «Федеральная корпорация страхования депозитов» («Federal Deposit Insurance Corporation», FDIC), начавшая работать с 1 января 1934 г. В программе страхования депозитов обязаны были участвовать все банки – члены ФРС.

В 1934 г. в Конгрессе был принят закон о федеральных стандартах жилищных условий («National Housing Act»), предусматривавший создание «Федерального агентства жилищного строительства» («Federal Housing Agency»), дававшего разрешение банкам на ипотечные кредиты¹⁷¹. Кроме того, агентство начало выкупать у банков отягощавшие их

¹⁷¹ Ранее, в 1932 г. было создано «Федеральное управление жилищного строительства» («The Federal Housing Administration», ФНА), предоставлявшее государственные гарантии по длительным (до 20 лет) и крупным (до 80% стоимости недвижимости) ипотечным кредитам, после чего весь рынок ипотечного кредитования полностью преобразился, особенно после появления типового договора долгосрочного

проблемные кредиты под залог недвижимости, став правительственным гарантом по ипотечным кредитам. Это радикально изменило ситуацию на рынке ипотечного кредитования, где ранее кредиты предоставляли в основном не банки, а финансовые компании. После создания «Federal Housing Agency» банки, получившие государственные гарантии по кредитам, открыли для себя прибыльную сферу деятельности, что стало поддержкой в период общей нестабильности банковской системы. Благодаря этому многим удалось избежать потери жилья в период «Великой депрессии». И хотя агентство вскоре оказалось отягощённым большим количеством залоговых домов, которые оно было не в состоянии ни продать, ни обслуживать, сам факт его существования, как и то, что агентство помогло многим сохранить жильё, а банкам дало возможность избавиться от неликвидной залоговой недвижимости, стал позитивным примером того, как государство может оказывать конструктивное влияние на рынок ипотечных кредитов.

Первоначально администрация Рузвельта был план создания частной ипотечной корпорации с государственным участием – подразделения «Реконструктивной финансовой корпорации» (RFC Mortgage corporation). Ипотечная корпорация должна была заниматься покупкой и продажей залоговой недвижимости. Для финансирования такой деятельности необходим был капитал, но банковское сообщество выразило сомнение, что в акции такой компании кто-либо станет вкладывать деньги, тем самым фактически уклонившись от сотрудничества с администрацией Рузвельта с её начинаниями, считавшиеся многими в американских финансовых кругах «социалистическими». Финансовый рынок скептически относился к этой и другим подобным правительственным инициативам и воспринимал RFC Mortgage corporation как очередное созданное государством учреждение, из отношений с которым следует извлечь максимальную выгоду, но не более. Вкладывать капиталы в акции ипотечной корпорации никто не собирался. Действительно, лишь немногие частные инвесторы проявили интерес к бумагам RFC. И хотя главный бухгалтер-контролёр штата Нью-Йорк Моррис Тримейн приобретал облигации RFC, в большинстве случаев инвесторы не проявляли к ним интереса.

Это подтолкнуло правительство к созданию в 1938 г. новой организации – «Федеральной национальной ипотечной ассоциации»

ипотечного кредитования. А правительство США стало основным гарантом на рынке ипотечных кредитов.

(«Federal National Mortgage Association», больше известная как Fannie May), получившей право выпускать ипотечные облигации и выкупать закладные у региональных ссудно-сберегательных ассоциаций. Ассоциация должна была выкупить непогашенные кредиты, выданные «Федеральным агентством жилищного строительства». Создание этой ассоциации считается важным рубежом в истории финансовой системы США, так как в дальнейшем подобные инициативы уже не ориентировались на поддержку частных финансистов и банковского сообщества.

Политика Рузвельта в сфере ипотечного кредитования дала возможность миллионам жителей США стать владельцами собственных домов и этим не только сделала радикальный шаг в плане улучшения состояния американской экономической и финансовой систем в годы «Великой депрессии», но и заложила основу «демократии домовладельцев», как её назвали в США.

Оживление рынка 1935 г. и спад 1938 г.

Принятые меры по регулированию рынка и оздоровлению финансовой системы вскоре дали свои результаты, и после неблагоприятного периода 1934–1935 гг. эмиссии корпоративных бумаг начали расти. Так, с 1934 по 1936 г. количество новых облигаций увеличилось в 15 раз, хотя среди них большая часть эмиссий не была зарегистрирована в SEC и продавалась в частном порядке сравнительно небольшому количеству институциональных инвесторов.

Начавшееся после принятия в 1934 г. закона о ценных бумагах и биржах некоторое оживление на рынке ценных бумаг оказалось обманчивым, так как многие их выпущенных облигационных займов на деле были займами рефинансирования – когда наступали сроки погашения старых облигаций, их можно было выгодно рефинансировать под низкие проценты. Гарантами новых облигаций становились все те же андеррайтеры, которые размещали на рынке первоначальные выпуски, либо их подразделения.

Так, если первичным андеррайтером был банк «J. P. Morgan and Company», то при рефинансировании андеррайтером становилась компания «Morgan Stanley and Company», по сути тот же банк Моргана. Так создавалась видимость некоторого подъёма на рынке ценных бумаг, но в обществе зрели опасения, что значительная часть промышленных

предприятий и банков контролируется все теми же монополистами, в частности Морганом.

В то время такое «приватное» размещение эмиссий ценных бумаг среди «своих» инвесторов рекламировалось инвестиционными банками как один из способов обойти новые правила регистрации ценных бумаг, введенные законом 1934 г. о ценных бумагах и биржах, но вскоре в экономике началось заметное восстановление и о попытках обойти законы о ценных бумагах уже никто не говорил. К 1937 г. объём производства достиг уровня 1929 г., безработица сократилась с 25% до 14%. Однако подъём продолжался недолго, и в 1937 г. начался новый спад, когда продажи бумаг на Нью-Йоркской бирже уменьшились на 25%, а уровень безработицы снова вырос до 20%.

Стронники «нового курса» Рузвельта считали виновниками спада инвестиционные банки, сопротивлявшиеся всем попыткам регулирования рынка ценных бумаг, а представители банков – чрезмерное регулирование рынка, ведущее к снижению доходов от андеррайтинга, упавших по сравнению с 1920-ми годами на 50%. Еще больше сократилась прибыль брокеров – с 227 млн долларов в 1929 г. до 43 млн в 1938 г.¹⁷²

В это время всеобщее внимание в биржевых кругах привлёк скандал, разразившийся вокруг Ричарда Уитни, президента Нью-Йоркской биржи. В 1937 г. в условиях очередного спада на рынке Уитни, по натуре своей биржевой игрок, всегда имевший склонность к риску, начал вкладывать капиталы в бумаги, сомнительность которых была очевидной для всех. Когда стоимость этих бумаг начала падать, Уитни вошел в крупные долги, в том числе перед банком Моргана, где работал его брат Чарльз, но так и не смог скомпенсировать потери. Тогда он начал заимствовать деньги из фонда Нью-Йоркской биржи, присвоив в общей сложности около 1 млн долларов. Когда эта история стала известной, разразился скандал, Уитни оказался на скамье подсудимых, а затем и в тюрьме, на чём закончилась его карьера финансиста.

После скандала с Уитни SEC подняла вопрос о реформировании Нью-Йоркской биржи. Была создана специальная комиссия Конвея, предлагавшая не только изменить систему управления биржей, но и ввести оплачиваемую должность президента. До того президент биржи (в том числе Уитни) добровольно исполнял эти обязанности и был

¹⁷² Carosso V. Investment banking in America: A History / V. Carosso. – Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1970. – P. 397.

ставленником биржевого сообщества, в принципе не имея возможности принимать решения, противоречившие интересам биржевых трейдеров.

Особый интерес к реформированию биржи проявлял председатель «Комиссии по ценным бумагам и биржам» Уильям Дуглас, предлагавший на пост президента биржи Уильяма Макчесни Мартина, члена биржи, известного скромным, даже аскетическим образом жизни и своей приверженностью идеям реформирования биржи. Назначение Мартина имело и символическое значение – с уходом Уитни биржа окончательно освободилась от занимавших руководящие посты лиц, связанных в восприятии общества с крахом 1929 г.

Дуглас имел и более масштабный план ограничить влияние брокерских фирм – крупных держателей ценных бумагах своих клиентов-вкладчиков. Обычно бумаги, находившиеся на хранении в брокерских фирмах, давались в кредит игрокам на понижение. Дуглас хотел ограничить саму возможность такой игры, предлагая организовать крупную трастовую компанию – депозитарий ценных бумаг, что не только лишило бы брокерские фирмы возможности хранить бумаги клиентов, но и подорвало бы саму возможность использовать эти бумаги для игры на понижение.

Спад 1938 г. подтолкнул правительство к очередному этапу борьбы с монополистами (такими как US Steel, AT&T и многими другими) и созданию в июне 1938 г. «Временного национального комитета» по экономике («Temporary National Economic Committee», TNEC), занявшегося расследованием власти монополий, в том числе в сфере инвестиционного финансирования, страхования, коммунальных услуг и т. п. Противники «нового курса» считали создание TNEC очередным шагом по усилению государственного вмешательства в экономику вместо того, чтобы развивать частное предпринимательство.

Особое внимание TNEC привлекла концентрация власти в инвестиционных банках. И действительно, в это время инвестиционные банки размещали значительную часть новых эмиссий ценных бумаг в закрытом порядке, не предлагая их на открытых торгах. Почти половину корпоративных бумаг в 1938–1940 гг. снова начали размещать в частном порядке среди крупных институциональных инвесторов в обход регистрации в «Комиссии по ценным бумагам и биржам». Казалось, что во время кратковременного подъёма 1937 г. эта практика ушла в прошлое, но с началом спада 1938 г. она снова стала весьма распространённой.

На бирже, где в большинстве были противники реформ Рузвельта, преобладало мнение, что такая практика является прямым следствием

чрезмерно усложнённой процедуры регистрации эмиссий. Однако сторонники «нового курса» считали, что для зрелых и стабильных компаний нет никакой проблемы в регистрации выпусков ценных бумаг и открытой их продаже на конкурентной основе с использованием кредитных рейтингов. На практике же приватные и закрытые продажи бумаг начали возрастать именно после создания «Временного национального комитета по экономике» (TNEC).

Комитет без труда выявил концентрацию капиталов и власти у инвестиционных банков и крупных корпораций. Среди основных андеррайтеров корпоративных ценных бумаг доминировали одни и те же крупные компании из Нью-Йорка: «Morgan Stanley and Company», «First Boston Corporation», «Kuhn, Loeb and Company», «Dillon Read», «Smith Barney and Company», «Blyth and Company». С 1934 по 1939 г. эти компании были андеррайтерами 57% новых эмиссий ценных бумаг. Другая группа из 14 менее крупных нью-йоркских компаний были андеррайтерами 21% оставшихся бумаг, а компании из других городов были андеррайтерами всего лишь 12% выпусков новых бумаг. При этом шесть компаний из первой группы были андеррайтерами наиболее ликвидных бумаг с высоким рейтингом; 14 компаний второй группы занимались размещением бумаг с более низкими рейтингами, а компании из других городов не имели доступа к высоколиквидным бумагам, занимаясь в основном выведением на рынок бумаг низкого качества.

Среди шести основных андеррайтеров явно лидировал банк Моргана – все понимали, что компания «Morgan Stanley» является новой вывеской для знаменитой «J. P. Morgan and Company». Шесть крупнейших андеррайтеров были тесно связаны между собой. Так, Чарльз Блит из «Blyth and Company» руководил этой инвестиционной компанией совместно с Чарльзом Митчеллом из хорошо известной в конце 1920-х «National City Company». Подобные связи были и между другими основными андеррайтерами. Критики «нового курса» считали, что в такой концентрации нет ничего противозаконного и необычного – это привычная практика, усилившаяся в период экономической депрессии, когда выживали крупнейшие компании.

Подобная монополизация была выявлена TNEC и в страховом бизнесе, в частности среди компаний, занимавшихся страхованием жизни. Пять ведущих компаний («Metropolitan Life Insurance Company», «Prudential Insurance Company» и др.) контролировали более 50% активов

всех страховых компаний США, а 16 крупнейших страховых компаний владели 85% активов¹⁷³.

В конце 1930-х годов, когда нарастала общая международная напряжённость и мир находился на грани новой войны, на американском рынке ценных бумаг отмечалась общая стагнация – отчасти из-за общей неопределённости, отчасти из-за ограничений, созданных политикой Рузвельта. После спада 1937–1938 гг. выпуск корпоративных облигаций несколько увеличился, но рынок акций не отличался какой-либо динамикой. Инвестиционные банки поддерживали себя всё теми же закрытыми приватными размещениями облигаций. Но брокерские компании испытывали значительные затруднения – объём операций с ценными бумагами на Нью-Йоркской бирже снизился в четыре раза по сравнению даже с началом 1930-х годов, не говоря уже о конце 1920-х. Значительно сократилось количество членов биржи, и рынок ценных бумаг переживал не лучшие времена. Деятельность брокеров рынка ценных бумаг была значительно ограничена новыми правилами, введенными SEC, а также нормами, установленными Национальной ассоциацией дилеров ценных бумаг. Все эти ограничения коснулись прежде всего тех, кто выполнял основной объём биржевых операций с ценными бумагами, что не могло не сказаться на дальнейшем общем снижении активности. Инвесторы, видя все эти настроения рынка, также не спешили вкладывать капиталы в ценные бумаги.

Некоторое оживление на рынке ценных бумаг началось, когда в 1941–1945 гг. Казначейство США разместило семь выпусков облигаций военных займов. В каждом из округов ФРС размещением облигаций занимался один из уполномоченных банков – членов Федеральной резервной системы, распределявший затем облигации по местным банкам. Всего в размещении этих облигаций участвовало 500 дилеров и несколько тысяч банков, а самым крупным частным продавцом облигаций военных займов была «Kidder, Peabody and Company». За счёт размещения этих облигаций к 1945 г. государственный долг США вырос с 45 млрд долларов в 1941 г. до 260 млрд в 1945 г.¹⁷⁴

В стабилизации экономической системы США важную роль сыграли военные государственные заказы промышленности. Они быстро росли с

¹⁷³ Lynch D. The Concentration of Economic Power / D. Lynch. – N.Y.: Columbia University Press, 1946. – P. 118.

¹⁷⁴ U.S. Department of Commerce. Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1957. – Washington, DC: U.S. Department of Commerce, 1961. – P. 720.

15 млрд долларов в 1940 г. до 36,2 млрд в 1941 г. (на 141,3%), затем до 98,9 млрд в 1942 г. (на 173,2%) и до 147,8 млрд в 1943 г. (на 49,4%) – всего более чем в восемь раз. Безработица снизилась с 14,6% в 1940 г. до 9,9% в 1941 г., 4,7% в 1942 г. и 1,9% в 1943 г.. За время войны в США была восстановлена полная занятость, но показателей докризисного 1929 г. американская экономика достигла только в 1954 г.

Германия: от плана Дауэса до Третьего рейха

Результаты войны и споры о репарациях

В годы перед Первой мировой войной успехи Германии впечатляли всех – из не очень развитой аграрной страны она превратилась в наиболее динамичную по темпам роста индустриальную державу, технологическими инновациями и научным потенциалом опережавшую Великобританию и Францию. Но Берлин как финансовый центр ещё не мог быть конкурентом Лондона или Парижа.

Устойчивое продвижение в предвоенные годы Германии на мировые рынки вызвало, по словам наиболее известного немецкого финансиста тех лет Ялмара Шахта, негативное отношение у тех старых индустриальных держав, которые видели в этом угрозу для своего положения на этих рынках¹⁷⁵.

В начале Первой мировой войны общие настроения на германском финансовом рынке были гораздо более спокойными, чем на британском, хотя снижение курсов акций в конце июля 1914 г. создало затруднения для некоторых немецких банков – «Norddeutsche Handelsbank» из Ганновера закрылся, а несколько финансистов разорились и покончили с собой. Однако панического снятия вкладов не было, а золотые резервы Рейхсбанка (500 млн долларов) сократились в начале войны лишь на 25 млн.

На немецком рынке акций была группа бумаг, которые не только не обесценились за годы войны, но и значительно выросли с 1914 по 1922 гг. (в среднем в 13 раз). Это были акции некоторых горнодобывающих компаний (Gelsenkirchen – с 181 до 1374 марок; Muhlheimer – с 155 до 1990 марок), машиностроительных и военных предприятий (Schwelmer Eisenwerk – с 135 до 2800 марок; Deutsche Waffen – с 331 до 1605 марок). Курсы остальных акций снизились в среднем в три раза.

Ещё в июне 1918 г. казалось, что шансы Германии на победу достаточно велики – немецкие войска были менее чем в 100 километрах от Парижа. Но когда союзники перешли в наступление, оказалось, что ресурсы

¹⁷⁵ Schacht H. My first seventy-six years / H. Schacht. – L.: Allan Wingate, 1955. – P. 129.

Германии уже исчерпаны. Обострился политический кризис, и 9 ноября кайзер Вильгельм бежал в Нидерланды. Через два дня, 11 ноября 1918 г. было подписано соглашение о прекращении войны. Рейхсканцлером стал принц Макс Баденский, а лидер социал-демократической партии Филипп Шейдеманн публично объявил о создании немецкой республики. После этого в Берлине на улицах начались беспорядки и столкновения между войсками и коммунистически настроенными членами «Союза Спартака».

Вскоре после окончания войны в финансовых и политических кругах начались споры о немецких репарациях – денежной компенсации, которую Германия должна была выплатить Франции, Англии и США по условиям Версальского мирного договора. Первоначально речь шла о сумме 132 млрд марок золотом¹⁷⁶ (около 30 млрд долларов по довоенному курсу 4,2 марки за доллар). Поскольку Германия не имела возможности сразу выплатить эту сумму, страны-победители вывозили с немецкой территории всё ценное.

Вопрос о репарациях начал обсуждаться на Парижской мирной конференции (проходила с перерывами с 18 января 1919 г. по 21 января 1920 г.). Наиболее жёсткую позицию занимала Франция, выплатившая Германии после Франко-прусской войны 1870–1871 гг. 5 млрд франков золотом и считавшая, что из Германии необходимо выжать максимальную компенсацию.

Действительно, за полвека Германия дважды первой нападала на Францию, к тому же в начале XX в. она была признанным технологическим лидером и по количеству населения (60 млн) превосходила Францию (40 млн). Поэтому Франция решила воспользоваться возможностью ослабить такого опасного конкурента, занимая особенно жёсткую позицию и на Парижской конференции, и на всех дальнейших переговорах.

И хотя получение денежной компенсации от Германии было не самым важным вопросом по сравнению с политической конкуренцией, со стороны французской делегации поступали иногда совершенно нереалистичные предложения в отношении размеров репараций,

¹⁷⁶ Guinnane T. W. *German Debt in the Twentieth Century* / T. W. Guinnane // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 327–358; Ferguson N. *The Ascent of Money. A Financial History of the World* / N. Ferguson. – N.Y.: The Penguin Press, 2008. – P. 159.

достигавших 100 млрд долларов (при том, что ВВП Германии в 1912 году был 12 млрд долларов). Это затягивало переговоры о репарациях, и сформировать единое мнение среди союзников так и не удавалось. Британская делегация предлагала, чтобы репарации были не менее 55 млрд долларов, американская делегация называла более адекватную сумму – от 10–12 млрд (что было сопоставимо с довоенным ВВП) до 24 млрд. долларов.

Наконец было принято решение, что часть репараций (5 млрд долларов) Германия должна выплатить до 1 мая 1921 г., а размер остальной части будет определён позже. В 1920 г. комиссия по репарациям, работавшая в Париже, определила их общий размер – 33 млрд долларов. На практике Германия с 1919 по 1921 гг. с трудом смогла выплатить лишь 2 из 5 млрд. В мае 1922 г. на конференции в Лондоне был предложен новый план, согласно которому сумма репараций была снижена до 12,5 млрд долларов (довоенный ВВП Германии), а ежегодные выплаты Германии должны были составлять 600–800 млн долларов. Но немецкая сторона не принимала и это предложение, стараясь всеми путями уменьшить размер репараций, затягивая сроки выплаты и не соблюдая график платежей.

Гиперинфляция в Германии

Если союзники хотели получить какие-либо репарации, Германии необходимо было прежде всего дать возможность восстановить свою промышленность, иначе у неё не было бы источника доходов и выплачивать репарации она не смогла бы. Но в Германии рос дефицит бюджета. Расходы за годы войны были огромными у всех её участников, но особенно велико их бремя было в Германии. Из 47 млн долларов, военных расходов лишь 10% удалось покрыть за счёт налогов. В Германии не было ни настолько развитого рынка ценных бумаг, как в Англии (где успешно размещались облигации военных займов), ни такого количества инвесторов-рантье (преимущественно из среднего класса), как во Франции. Промышленное производство за годы войны сократилось в Германии, как и во Франции, на 30% (в Великобритании – на 5%).

Оставался только путь денежной эмиссии. Хотя за время войны, с 1914 по 1918 г. количество наличных денег в обращении выросло во всех странах (в Англии в два раза, во Франции – в три, а в Германии – в

четыре), дальнейшая гиперинфляция в немецкой финансовой системе была беспрецедентной. Начало такой финансовой политики, приведшей со временем к весьма пагубным последствиям, обычно связывают с именами главы Рейхсбанка Рудольфа фон Хавенштайна и экономиста Карла Хейфериха, секретаря казначейства, автора книги «Das Geld»¹⁷⁷.

В сущности, после войны побеждённая Германия пошла по пути, наиболее лёгкому для неё, увеличив к концу 1920 г. денежную массу на 400%, после чего цены выросли в 10 раз по сравнению с 1913 г. Необходима была девальвация, но немецкое правительство под влиянием Хавенштайна избрало путь инфляции отчасти для того, чтобы уменьшить выплаты по военным репарациям. Рейхсбанк начал наращивать денежную эмиссию. Это привело к быстрому падению курса марки: если в 1914 г. он был 4,2 за 1 доллар, в 1920 г. – 65, то в 1922 г. – 7000.

Ситуация ещё больше обострилась после того, как в начале 1923 г. из-за нарушения сроков выплаты репараций франко-бельгийские войска заняли Рурскую область, дававшую Германии 90% угля и 50% железа. Дефицит бюджета достиг 1,5 млрд долларов. За 1922 г. в обращение было выпущено 1 трлн марок, а за первое полугодие 1923 г. – уже 17 трлн. В ноябре 1923 г. гиперинфляция достигла небывалых масштабов – за 1 доллар давали 30 млрд марок. В такой же пропорции выросли и цены на предметы первой необходимости.

«Сразу упала марка, и продолжала безудержно падать, пока не дошла до фантастически сумасшедших чисел-биллионов. Только теперь инфляция отмечала здесь свой шабаш ведьм, по сравнению с которым наша австрийская инфляция с её невероятным соотношением один к пятнадцати тысячам казалась теперь всего лишь детской игрой. Чтобы рассказать о ней во всех подробностях, со всей её абсурдностью, потребовалась бы целая книга, и эту книгу люди сегодняшнего дня восприняли бы как сказку. Были такие дни, когда утром газета стоила пятьдесят тысяч, а вечером – сто; кто хотел обменять иностранные деньги, оттягивал этот обмен на час-другой, ибо в четыре часа он получал во много раз больше, чем за шестьдесят минут перед тем», – вспоминал С. Цвейг. А над всей этой вакханалией «на недостижимой высоте стояла фигура крупного спекулянта Стиннеса. Пользуясь тем, что марка безудержно падала, он скупал всё, что можно было купить: угольные шахты и суда, фабрики и пакеты акций, замки и поместья, – и всё

¹⁷⁷ Helfferich K. Das Geld / K. Helfferich. – Berlin: C. L. Hirschfeld, 1903 – 590 s.

задаром». Вскоре в его руках оказалась «четверть Германии, и странное дело – им, словно гением, бурно восхищался народ, который в Германии всегда поклоняется видимому успеху. На улицах тысячами стояли безработные и показывали кулаки сидевшим в роскошных автомобилях спекулянтам и иностранцам, которые покупали целые улицы, словно коробок спичек»¹⁷⁸.

В начале ноября 1923 г. хлеб в Берлине стоил 140 млрд марок, и по всей стране начались беспорядки. В Мюнхене произошёл знаменитый «пивной путч», во время которого Гитлер и его последователи впервые попытались захватить власть. В условиях гиперинфляции расцвела спекуляция ценными бумагами, хотя многие из них значительно упали в цене по сравнению с довоенным временем (акции Deutsche Bank – со 114 до 6,5 фунтов; Siemens und Halske – со 101 до 6 фунтов). Общая стоимость акций, котировавшихся на Берлинской бирже, снизилась с 1767 до 600 млн фунтов в 1921 г.¹⁷⁹

Берлин 1920-х – «всемирный Вавилон»

Несмотря на напряжённое положение, жизнь в Берлине кипела – за короткое время на спекулятивной игре на бирже создавались огромные состояния, которые потом их владельцы стремились так же быстро потратить, пока они не обесценились. Этот сравнительно молодой город, жизнь в котором до войны не отличалась особой изысканностью, названный Марком Твенем «немецким Чикаго»¹⁸⁰, современники считали несколько вульгарным.

¹⁷⁸ «Я послал, например, моему издателю рукопись, над которой работал целый год, и полагал себя обеспеченным, потребовав немедленной оплаты вперёд за десять тысяч экземпляров; когда я получил перевод, он уже едва покрыл почтовые расходы на пересылку рукописи». В это безумное время «за сто долларов можно было кварталами закупать семиэтажные дома на Курфюрстендам... Подростки, которые нашли в порту забытый ящик мыла, месяцами гоняли на машинах и жили как князья, продавая каждый день по одному куску, в то время как их родители, некогда богатые люди, перебивались чем только могли. Разносчики основывали банки и спекулировали валютами разных стран» (Цвейг С. Вчерашний мир. Воспоминания европейца / С. Цвейг. – М.: Радуга, 1991. – http://www.belousenko.com/wr_Zweig.htm).

¹⁷⁹ Fergusson A. When Money Dies. The Nightmare of Deficit Spending, Devaluation and Hyperinflation in Weimar Germany / A. Fergusson. – N. Y.: Public Affairs, 2010. – P. 158.

¹⁸⁰ Twain M. The Chicago of Europe: And Other Tales of Foreign Travel / M. Twain. – N. Y.: Sterling Publishing Company, 2009. – P. 191–195.

Но в период угара гиперинфляции он внезапно стал новым «всемирным Вавилоном»¹⁸¹. Берлин в годы Веймарской республики (1919–1933) уже мало чем напоминал скучноватую и напыщенную столицу прусской родовой знати и законопослушного среднего класса, каким он был до Первой мировой войны. В 1920-е годы этот город, освободившийся от своего прошлого, был наполнен особой энергией, которой не было ни в одном другом городе Европы, и эта энергетика Берлина привлекала сюда самых выдающихся писателей, художников, архитекторов, музыкантов и деятелей театра. Жизнь в Берлине «казалась более свободной, современной и увлекательной», чем в других столицах мира¹⁸².

В Берлине тех лет творческие поиски и порок декаданса образовывали странную и завораживающую смесь. Такой жизнью на грани, жизнью с чувством обречённости и в тревожном ожидании неизбежного – времени, когда над городом начали развеваться знамена со свастикой, – Берлин завораживал многих, а те, кто оказался тогда в Берлине, были покорены этим городом, «сиявшим и переливавшимся как драгоценный камень»¹⁸³.

Ялмар Шахт

В новом правительстве Густава Штресермана в середине 1923 г. уполномоченным по денежному обращению стал Ялмар Шахт, начавший свою карьеру финансиста в 1918 г. в «Национальном банке»

¹⁸¹ «Берлин превратился в сущий Вавилон. Бары и увеселительные заведения... росли как грибы... Даже Рим Светония не знал таких оргий, как берлинские балы “трансвестистов”, где сотни мужчин в дамских платьях, а женщины в мужском одеянии танцевали под покровительственным надзором полиции. Это сумасшествие как результат падения всех ценностей охватило как раз буржуазные, до тех пор непоколебимо устойчивые круги... Но самым отвратительным в этой эротомании была её ужасающая неестественность. В основе своей германская вакханалия, разразившаяся с инфляцией, была лишь слепым подражанием» (Цвейг С. Вчерашний мир. Воспоминания европейца / С. Цвейг. – М.: Радуга, 1991. – http://www.belousenko.com/wr_Zweig.htm).

¹⁸² Shirer W. The Rise and Fall of the Third Reich: A History of Nazi Germany/ W. Shirer. – N. Y.: Simon & Schuster, 1990. – P. 118. Shirer W. Berlin diary: the journal of a foreign correspondent, 1934–1941 / W. Shirer. – N. Y. Johns Hopkins University Press, 2002 – 648 p. Подробнее о жизни в Берлине тех лет см.: Gordon M. Voluptuous panic: the erotic world of Weimar Berlin / M. Gordon. – Los Angeles: Feral House, 2006. – 308 p.

¹⁸³ Large D. C. Berlin / D. C. Large. – N. Y.: Basic Books, 2000. – P. 211.

(Nationalbank), и вскоре возглавивший его. Когда в банк пришёл по приглашению Шахта биржевой маклер Якоб Гольдшмидт, он после удачно спланированных слияний и поглощений превратил его в один из крупнейших банковских консорциумов в Германии – «Darmstädter und Nationalbank» (Danatbank). В последствии Шахт стал всё больше отдаляться от Danatbank, где Гольдшмидт увлёкся рискованными финансовыми операциями.

Должность Я. Шахта – «уполномоченный по денежному обращению», – была создана в противовес должности председателя Рейхсбанка Рудольфа фон Хавенштайна, финансовая политика которого и привела к гиперинфляции. Хавенштайн упорно отказывался прекратить эмиссию банкнот и не соглашался уйти в отставку, видимо, чтобы таким образом не признать свою вину за тяжёлое состояние немецкой финансовой системы.

Первоначально Шахт был сторонником проведения денежной реформы по традиционному принципу, основываясь на принципах золотого стандарта. Однако если до войны Германия обладала золотым запасом в 1 млрд марок (который и тогда не полностью покрывал находившуюся в обращении денежную массу, эквивалентную 1,5 млрд долларов), то к 1920-м годам золотой запас был не более 150 млн долларов, к тому же распорядился им фон Хавенштайн, желавший любой ценой сохранить эти скудные золотые резервы центрального банка. Поэтому для решения проблемы гиперинфляции Я. Шахт разработал план выпуска новой денежной единицы – «рентной марки», обеспеченной не золотом, а земельной недвижимостью. Объём эмиссии рентных марок был строго ограничен – 2,4 млрд марок (600 млн долларов).

Обращение рентной марки началось 15 ноября 1923 г. и в Германии некоторое время параллельно существовали две денежные единицы. Когда 20 ноября курс рейхсмарки максимально упал до 4,2 трлн марок за 1 доллар, Шахт наконец объявил курс конвертации рейхсмарок в рентные марки – 1 трлн рейхсмарок за 1 рентную марку. Этот курс был символически для многих в Германии – таким (4,2 марки за 1 доллар) он был до войны, в годы золотого стандарта. Финансовая система Германии быстро стабилизировалась, в январе 1924 г. был сбалансирован бюджет. Ялмар Шахт стал очень популярен и все называли его спасителем немецкой экономики.

Вскоре после этого Шахт оправился в Англию – через голландский Niderlandische Bank он получил информацию, что управляющий Банка Англии М. Норман положительно относится к возможной их встрече

для обсуждения вопроса о предоставлении Германии кредита. Так как Норман хорошо понимал, что нерешённые финансовые проблемы Германии создают напряжённость во всей финансовой системе Европы, он хотел бы поддержать конструктивные начинания Шахта.

Планы Шахта после удачной стабилизации немецкой финансовой системы требовали дальнейшего финансирования, но репутация Германии была сильно подорвана гиперинфляцией и нерешёнными проблемами с репарациями. В замыслы Шахта входило создание нового банка (Golddiskontbank) – филиала Рейхсбанка, для чего ему необходим был хотя бы небольшой валютный резерв порядка 25–50 млн долларов. В дальнейшем новый банк мог бы выйти на финансовый рынок Лондона для получения более крупных кредитов. По плану Шахта новый банк должен был вести операции в британских фунтах, в том числе выдавать в них валютные кредиты, и Нормана в этих планах привлекала идея укрепления позиций фунта в Германии.

План Дауэса

После стабилизации финансовой системы Германии комиссия по репарациям объявила о создании двух международных экспертных комитетов – по стабильности бюджета Германии и по проблеме оттока капиталов из страны. Американскую делегацию, прибывшую в Париж и участвовавшую в работе этих комитетов, возглавил Чарльз Дауэс, банкир из Чикаго, во время войны получивший военное звание генерала.

Попытки снизить сумму репараций вызывали резкое сопротивление Франции. Но в январе 1924 г., вскоре после прибытия американской делегации для переговоров о репарациях, во Франции начался финансовый кризис. После подготовительной работы комитетов, 9 апреля 1924 г. наконец был оглашён план, получивший название «План Дауэса», в котором сознательно не указывалась ни общая сумма репараций, ни срок, а лишь определялся принцип и порядок выплат на ближайшие годы.

По сути, план предлагал финансовую помощь со стороны США (где не было проблемы со свободными капиталами) в виде целевых займов для восстановления промышленности, после чего доходы от роста промышленного производства должны были пойти на уплату репараций Англии и Франции, которые после этого смогли бы вернуть военные долги США. План Дауэса предполагал предоставление первоначального

кредита на 200 млн долларов, что дало бы возможность Германии погасить задолженность по репарациям за первый год, провести рекапитализацию Рейхсбанка и создать золотые резервы.

В первый год сумма репараций должна была составлять 250 млн дол., а затем, по мере восстановления немецкой экономики, постепенно повышалась, достигая к концу десятого года выплат 600 млн долларов. В таком случае общий объём репараций по ориентировочным оценкам снижался с 12 до 8–10 млрд долларов. Согласно плану, немецкое правительство должно было вносить суммы выплат по репарациям на особый целевой депозитный счёт в Рейхсбанке. Счёт должен был контролировать генеральный агент по репарациям (представитель США), определявший, можно ли перечислять накопленные на счете суммы получателю платежа без ущерба для курса марки и общего состояния финансовой системы Германии. В ином случае по решению генерального агента из накопленных средств могли предоставляться кредиты немецким компаниям.

Среди влиятельных финансистов, участвовавших в переговорах, были Монтегю Норман от Банка Англии и Томас Ламонт от «J. P. Morgan & Co». Норман вначале скептически относился к работе комиссии Дауэса, но когда предложения конкретизировались и ключевым их пунктом стал международный заём Германии, Норман понял, что он, как один из участников этого займа, может оказать влияние на его условия. С американской стороны участниками займа, гарантированного государством, могли быть «National City Bank», «Kuhn, Loeb» и «J. P. Morgan».

Наконец, 14 августа 1924 г. после долгих дебатов был принят окончательный вариант Плана Дауэса. Практически его разрабатывал сотрудник Дауэса и эксперт комиссии, Оуэн Янг (Юнг), руководитель крупнейших американских корпораций – «General Electric» и «Radio Corporation of America» (RCA).

По замыслу О. Янга, США предоставляли кредиты Германии, чтобы она выплачивала репарации союзникам, а союзники возвращали свои военные долги правительству США. Начался «великий круговорот бумаг» через Атлантику, как его назвал Кейнс, выгодный прежде всего для американских банков¹⁸⁴. Среди немецких финансистов многие (и прежде всего Шахт) критиковали этот план, так как сумма

¹⁸⁴ Keynes J. M. The Progress of the Dawes Scheme / J. M. Keynes // Collected Writings. – Vol. XVIII. – L.: Macmillan, 1978. – P. 281.

репараций оставалась слишком высокой. Как будто предвидя будущее Германии, Шахт заявил, что условия плана невозможно выполнить, а само его принятие является «роковой ошибкой», могущей привести к непредсказуемым последствиям¹⁸⁵. Но в краткосрочной перспективе принятие Плана Дауэса было конструктивным шагом – утомительные и бесплодные дискуссии о репарациях, длившиеся в финансовых и политических кругах уже пять лет, наконец завершились.

Германия смогла разместить запланированный Шахтом облигационный заём в Лондоне и Нью-Йорке. После успеха займа отношение в Германии как к заёмщику в США изменилось, и американские банки начали охотно предлагать займы, что на протяжении 1920-х годов обеспечило Германию финансовыми ресурсами. Чарльз Дауэс прославился, в сентябре 1924 г. он был избран вице-президентом США, а в 1925 г. был награждён Нобелевской премией мира.

Экономический подъём 1920-х годов

После принятия Плана Дауэса в немецкой экономике начался быстрый подъём. Уровень безработицы снизился до 6%, объём промышленного производства вырос на 50%, экспорта – на 75%, а ВВП превысил довоенный уровень (12 млрд долларов) на 20%¹⁸⁶. План Дауэса был особенно выгоден американским банкам, которым в первую очередь гарантировалось возвращение долгов; они охотно давали Германии кредиты, и поток иностранных инвестиций с 1925 по 1927 г. достиг 1,5 млрд долларов. Из них на репарационные выплаты необходимо было лишь 0,5 млрд, а остальное было направлено на рост экономики. Запланированный в 1926 г. дефицит бюджета был невелик и составлял всего 200 млн долларов (менее 1,5% ВВП, составлявшего около 14 млрд долларов). Германия наслаждалась экономическим подъёмом, одним из создателей которого все считали Ялмара Шахта.

¹⁸⁵ Klein E. Road to Disaster / E. Klein. – L.: Allen and Unwin, 1940. – P. 248.

¹⁸⁶ Начали возникать новые тресты и концерны (в 1920 г. «Стальной трест», представлявший собой полный комплекс из шахт и рудников, электростанций и машиностроительных заводов; в 1925 – химический трест «Фарбениндустри»). Но после длительного периода гиперинфляции внутренний немецкий рынок был очень узок, к 1929 г. промышленное производство выросло в сравнении с 1913 г. только лишь на 8%. Предприятия работали на 70% мощности, и в стране оставалось 4 млн безработных при населении около 60 млн человек.

Основная проблема в использовании иностранных инвестиций в Германии была в том, что они часто использовались нецелесообразно – нередко кредиты брали небольшие города для своего благоустройства, что после периода гиперинфляции и жёсткой экономии вполне можно было понять. Поэтому иллюзия процветания Германии была всего лишь иллюзией: иностранные капиталы, потраченные на потребление, а не на модернизацию промышленности, не давали возможности получить доход от этих инвестиций.

В те годы мало кто задумывался о том, что иностранные кредиты придется возвращать, но это хорошо понимал Шахт. Особенное беспокойство у него вызывал начинающийся спекулятивный бум на рынке ценных бумаг. В годы гиперинфляции акции почти полностью обесценились (минимальные цены на рынке были в 1922 г.), но с 1922 по 1927 г. капитализация немецкого рынка акций выросла в четыре раза – с 1,5 млрд долларов до 6 млрд¹⁸⁷.

Шахт, обеспокоенный этим, 12 мая 1927 г. дал распоряжение всем немецким банкам сократить кредиты на приобретение ценных бумаг на 25%, после чего в «чёрную пятницу» 13 мая, как её называли немецкие газеты, курсы акций снизились на 10%, а в следующие полгода – еще на 20%. Многие критиковали эти действия Шахта, так как рост цен на акции в действительности не был чрезмерным и отражал общее настроение экономического подъёма, который, как оказалось, слишком осторожный Шахт пытался затормозить. Капитализация рынка акций также не была завышенной – 7 млрд долларов (менее 50% ВВП) – 60% довоенного уровня (около 11 млрд долларов при ВВП 12 млрд долларов). К тому же немецкие муниципалитеты, никак не связанные с рынком ценных бумаг, продолжали брать новые кредиты, направленные на потребление.

Поняв неэффективность своих действий, Шахт, будучи принципиальным противником самой идеи репараций, начал открыто препятствовать реализации плана Дауэса, хотя именно на этом плане держалось экономическое благополучие и политическая стабильность

¹⁸⁷ Voth H. J. Did High Wages of High Interest Rates Bring Down Weimar Republic. Cointegration Model of Investment in Germany, 1925–1930 / H. J. Voth // *Journal of Economic History*. – 1995. – №55. – P. 801–821; Voth H. J. With a Bang not a Whimper: Pricking Germany's Stock Market Bubble in 1927 and the Slide into Depression / H. J. Voth // *Journal of Economic History*. – 2005. – №63. – P. 72.

Германии в те годы. Всё это обостряло отношения Шахта с правительством и подрывало его репутацию как руководителя Рейхсбанка.

При стабильном курсе немецкой валюты 4,2 марки за доллар Германии удалось избежать проблемы завышенных цен на товары, тормозивших экономический рост в Великобритании – немецкие товары были недороги и конкурентоспособны, а экспорт рос. Но восстановить золотой запас, которого Германия почти полностью лишилась в начале 1920-х, пока не удавалось.

С 1924 по 1928 г. Германия ежегодно получала около 600 млн долларов иностранных кредитов, всего более 3 млрд долларов (из которых 2 млрд – долгосрочные займы, а 1 млрд – краткосрочные). Процентная ставка в Германии в эти годы удерживалась на уровне 7%. Но в 1928 г., во время быстрого роста американского рынка ценных бумаг, когда ставки по онкольным кредитам достигли 20% и более, американские банки внезапно утратили всякий интерес к кредитованию Германии. Все финансовые ресурсы привлекал растущий спекулятивный пузырь на американском рынке акций, куда было гораздо выгоднее вкладывать капиталы. Немецким банкам приходилось брать всё больше краткосрочных кредитов в Лондоне и особенно во французских банках. Можно было только поражаться «особому инстинкту французов», как иронично назвал его один их сотрудников британского министерства финансов, «инвестировать капиталы в страну-банкрота», намекая на потери Франции в России после революции 1917 г.¹⁸⁸

План Юнга и спад в Германии

Бездумная трата иностранных инвестиций на потребление не осталась без последствий – в начале 1929 г. в Германии начался быстро прогрессирующий экономический спад, хотя по Плану Дауэса к этому времени страна должна была восстановить свою экономику и выплачивать репарации в полном объёме, по 625 млн долларов в год. Шахта, принципиального противника репараций, стала привлекать опасная идея выждать, пока в Германии настанет всеобщий экономический крах вместе с международным кризисом неплатежей (в то время о нём часто говорили). Тогда ряд государств

¹⁸⁸ McNeil W. American Money and the Weimar Republic: Economics and Politics on the Eve of the Great Depression / W. McNeil. – N. Y.: Columbia University Press, 1986. – P. 228.

объявят дефолт по долгам, и все военные долги могут быть отменены или реструктуризированы. Трудно сказать, что заставляло Шахта верить в реальность такой возможности. Но Парижская конференция в феврале 1929 г. полностью подорвала эту веру. На конференции было официально объявлено, что Германия в течение 37 лет должна ежегодно платить по 525 млн долларов, а потом 21 год – по 400 млн долларов. Для Шахта это был шок, он стал выдвигать ультимативные условия, связанные с возвращением Германии её колоний (на что он, как руководитель центрального банка, не имел никаких полномочий), и конференция была на грани срыва.

В ответ на это французские вкладчики начали массово изымать вклады из немецких банков (в которых таких вкладов было на 200 млн долларов), и в течение следующих дней утечка золота из Германии достигла 100 млн долларов. Рейхсбанку пришлось поднять ставку до 7,5%, хотя в стране после прекращения поступления инвестиций уже и так началась глубокая рецессия, а безработица достигла 2 млн человек. В таких условиях повышение ставки было совершенно нежелательным.

В ответ на изъятие вкладов Шахт заявил, что в таком случае он использует предусмотренную Планом Дауэса возможность и объявит дефолт по всем репарационным выплатам и по другим долгам Германии. Долги эти к тому моменту достигали около 1,5 млрд долларов американским банкам, 0,5 млрд – британским и 200–300 млн – французским. Объявление Германией дефолта по долгам вызвала бы мировой финансовый кризис, и Банк Франции приостановил выведение из Германии французских капиталов.

Немецкое правительство подвергло критике авантюру Шахта, угрожавшую срывом конференции в Париже, и потребовало от него продолжить переговоры на основе предложения союзников. В итоге было достигнуто соглашение, получившее название «План Юнга». В течение 36 лет репарации должны были выплачиваться в размере около 500 млн долларов, затем 22 года – по 375 млн. Для контроля за репарационными выплатами было решено, что центральные банки основных европейских стран учреждают «Банк международных расчетов» («Bank of International Settlements», BIS), и он должен был секьюритизировать будущие репарационные выплаты, выпуская на соответствующие суммы облигации¹⁸⁹. В Германии многие выступали

¹⁸⁹ James H. The End of Globalization. Lesson from the Great Depression / H. James. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 2002. – P. 40–41; Kindleberger C. The

против Шахта, возмущённые условиями подписанного договора и принятого им Плана Юнга, а сам Шахт пессимистично заявлял, что финансовый кризис в Германии пока отсрочен, но он неизбежно наступит через два-три года¹⁹⁰.

К началу 1931 г. ситуация в Германии ещё больше ухудшилась – в стране было 4,7 млн безработных (25% всей рабочей силы), ещё 2 млн работали неполный день (в США было 2 млн безработных). Рост безработицы вёл к увеличению государственных расходов на пособия по безработице, и это ещё больше углубляло дефицит бюджета. Я. Шахт, ещё в 1928 г. выступавший против наращивания государственного долга, окончательно убедился, что правительство социалистов не может эффективно управлять экономикой и реальной становится угрозой государственного банкротства. Поэтому 7 марта 1930 г. Шахт решил подать в отставку – он понимал, что Германия движется к финансовому краху, связанному с кризисом внешнего долга, и хотел своевременно уйти со сцены. В сущности, ничего конструктивного кроме ограничения государственных расходов Шахт предложить и не мог, а его бесконечные рассуждения о том, что Германия не может платить репарации, были всего лишь эмоциями, далёкими от политических реалий начала 1930-х годов.

В конце марта 1930 г. новым канцлером Германии стал Генрих Брюнинг, а на выборах второй по численности фракцией в Рейхстаге стала партия Гитлера – «Национал-социалистическая немецкая рабочая партия» («Nationalsozialistische Deutsche Arbeiterpartei», NSDAP). На финансовых рынках это известие вызвало понятное беспокойство и отток капитала: из Германии было за короткое время выведено 380 млн долларов (около половины всех резервов), и Рейхсбанк поднял сниженную с началом спада ставку до 5% (в 1930 г. в Нью-Йорке и Париже она составляла 2%, в Лондоне – 3%).

После этого безработица в Германии начала расти ещё быстрее, как и общий дефицит бюджета. Канцлер Брюнинг ограничил выплату пособий по безработице, на 20% сократил жалование правительственных чиновников и повысил подоходный налог, всячески давая понять,

World in Depression, 1929–1939 / C. Kindleberger. – Berkeley: University of California Press, 1986. – P. 65–69.

¹⁹⁰ Schacht H. My First Seventy-six Years: Autobiography / H. Schacht. – London: Wingate, 1955. – P. 247; Kopper C. Hjalmar Schacht: Aufstieg und Fall von Hitlers mächtigstem Bankier / C. Kopper. – Munich-Berlin: Hanser, 2006. – P. 157.

что немецкая экономика находится в таком плохом состоянии, что Германия не может выплачивать репарации. Эти меры действительно позволили сократить дефицит бюджета в Германии с 200 до 100 млн долларов (менее 1% ВВП). В США дефицит бюджета достигал в 1931 г. 2 млрд долларов – 4% ВВП (в 1929 – 1 млрд), в Великобритании 600 млн долларов – 2,5% ВВП.

Тем временем Шахт отправился как частное лицо в путешествие по нескольким странам Европы, а в сентябре 1930 г. прибыл в США, где объехал около 20 городов, выступая с лекциями и привлекая всеобщее внимание. Общей темой его выступлений было положение Германии и невозможность выплаты репараций. По словам Шахта, Германия с ВВП 16 млрд долларов и экспортом 3 млрд долларов и внешним долгом, достигшим 6 млрд долларов, не в состоянии выплачивать по 0,5 млрд долларов в год Англии и Франции. По его словам, именно «репарации являются причиной общемировой депрессии»¹⁹¹. Когда его спрашивали о Гитлере, он отвечал, что если немецкий народ будет голодать, то появятся ещё больше таких лидеров, как Гитлер¹⁹². Вскоре, в начале 1931 г., началось сближение Шахта с нацистами, которым симпатизировала его супруга, оказывая финансовую поддержку и появляясь на светских приёмах с брошью в форме свастики из рубинов и бриллиантов¹⁹³.

Крах венского банка Creditanstalt

Май 1931 г. был отмечен банкротством старейшего и крупнейшего австрийского банка Creditanstalt, и этот крах оказал значительное влияние на финансовую систему Германии. Банк был основан ещё в 1855 г. Ротшильдами, председателем совета директоров был Луи де Ротшильд, в состав совета входили Банк Англии, «Guaranty Trust Company of New York», и гамбургский банк «M. M. Warburg and C»¹⁹⁴. Весной 1931 г. у банка с активами 250 млн долларов (50% всех депозитов Австрии)

¹⁹¹ Schacht Blames reparations for World Slump: Holds Moratorium for Germany Inevitable // The New York Times. – 1930. – November 22.

¹⁹² Schacht Here, Seems warning in Fascism // The New York Times. – 1930. – October 3.

¹⁹³ Fromm B. Blood and Banquets: A Berlin Social Diary / B. Fromm. – N. Y.: Harper & Brothers, 1942. – P. 29.

¹⁹⁴ Макс Варбург – один из крупнейших банкиров Гамбурга, бывшего наиболее важным после Берлина и Франкфурта финансовым центром Германии (Ferguson N. Paper & Iron. Hamburg Business and German Politics in the Era of Inflation, 1897–1927 / N. Ferguson. – L.: Cambridge University Press, 1995. – P. 43–47). Подробнее о Варбургах

начались проблемы и 8 мая банк сообщил об убытках за 1930 г. в 20 млн долларов и утрате вследствие этого большей части акционерного капитала. После этого 15 мая правительство Австрии сообщило, что «Bank of International Settlements» (BIS) выделил кредит 15 млн долларов для помощи венскому банку.

Австрия была небольшим государством с ВВП в 1,5 млрд долларов, но крах крупнейшего банка, многими нитями связанного с мировой финансовой системой, вызвал у финансистов шок. В активах банка было немало иностранных капиталов (75 млн долларов) и крах банка означал их утрату. Дестабилизация банка Creditanstalt началась после того, как в 1929 г. он по рекомендации Австрийского национального банка поглотил проблемный банк Bodencreditanstalt. Уже после поглощения выяснился огромный масштаб убытков этого банка, в последнее время поддерживавшегося лишь постоянными кредитами Австрийского национального банка, переводившимися (чтобы скрыть реальное положение дел) через британскую банковскую систему.

К 1931 г. убытки Creditanstalt достигли 150 млн долларов, и кредит 15 млн уже не мог спасти банк. Началось массовое изъятие вкладов (за несколько дней – 50 млн долларов), после чего Австрийский национальный банк стал проводить финансовые вливания, также достигшие 50 млн долларов, но и это не спасло положение, а лишь увеличило объём денежной массы в обращении на 20%.

Крах крупнейшего банка Австрии мог стать толчком к началу международного финансового кризиса, и руководивший Банком Англии М. Норман решил организовать международный консорциум для спасения венского банка. Но создание консорциума шло слишком медленно, и через три недели, когда он наконец был организован и удалось собрать 15 млн долларов дополнительной помощи, уже было поздно. Дефолт Creditanstalt дестабилизировал всю финансовую систему Австрии и Национальный банк утратил часть золотого запаса (40 из 110 млн долларов)¹⁹⁵. К концу мая австрийский кризис распространился на финансовые системы соседних стран – Польши, Чехословакии, Румынии, Венгрии.

в 1920 и 1930-е годы – Ferguson N. High Financier. The Lives and Time of Siegmund Warburg / N. Ferguson. – N. Y.: Penguin Press, 2010. – P. 12–17, 28–50.

¹⁹⁵ Schubert A. The Credit-Anstalt Crisis of 1931 / A. Schubert. – L.: Cambridge University Press, 1991. – P. 31–44.

Германия на грани кризиса: 1930–1933 гг.

Проблемы на финансовых рынках дополнялись политической напряжённостью, вызванной объявленными в марте 1930 г. планами создания таможенного союза Германии и Австрии, что воспринималось многими как шаг к поглощению Австрии Германией. Обстановка в Вене накалилась до предела 16 июня, когда Франция в ультимативной форме предложила заём Австрии в обмен на отказ от таможенного союза с Германией.

Положение в банковской сфере Вены вызывало беспокойство и в США – венский кризис мог быстро распространиться и на немецкие банки, где уже начался отток золота, и тогда Германия могла бы потребовать отсрочки по репарационным выплатам. А так как Германии были предоставлены краткосрочные американские кредиты на сумму почти в миллиард долларов (при общей сумме всех иностранных кредитов 3,5 млрд долларов), это могло создать серьезные проблемы у ряда американских банков¹⁹⁶.

Тем временем золото продолжало утекать из Германии (только в июне его было выведено на 350 млн долларов – почти половина золотого запаса). Наконец 20 июня был официально объявлен план президента США Г. Гувера, предлагавшего ввести годичный мораторий на уплату военных долгов европейских стран на 245 млн долларов при условии, что будут отсрочены репарационные выплаты Германии на сумму 385 млн долларов. После объявления плана 22 июня немецкий рынок ценных бумаг поднялся на 25%, но это было лишь недолгое оживление.

Не успели завершиться эти переговоры, когда из Берлина 8 июля поступило сообщение о дефолте Danatbank, одного из крупнейших банков, в котором когда-то начинал свой путь Ялмар Шахт. Новый президент Рейхсбанка Ганс Лютер 10 июля обратился в Банк Англии с просьбой о предоставлении кредита 1 млрд долларов. Рейхсбанк лишился почти половины золотых запасов, и если бы он стал спасать Danatbank, то резервы были бы полностью израсходованы. Однако во время переговоров в Лондоне М. Норман при всей его симпатии к Германии отказал Г. Лютеру, так как понял, что финансовая помощь Германии уже не имеет смысла. Ухудшение положения её финансовой

¹⁹⁶ Lamont E. M. The Ambassador from Wall Street: the Story of Thomas W. Lamont, J. P. Morgan's Chief Executive: a Biography / E. M. Lamont. – N. Y.: Madison Books, 1994. – P. 295–296.

системы стало необратимым, и любой кредит, сколь бы большим он ни был, стал бы лишь временной отсрочкой.

ВВП Германии составлял 13 млрд долларов, но имел устойчивую тенденцию к снижению; долги по репарациям составляли 9 млрд долларов, к ним добавлялись долги иностранным кредиторам – 6 млрд долларов (из которых краткосрочных было на 3,5 млрд). Утечка капиталов за последний год достигла 500 млн долларов, золотого запаса осталось не более чем на 250 млн долларов и перспектив улучшения положения не было. Норман посоветовал Лютеру обратиться в Банк Франции, обладавший в то время наибольшими свободными капиталами.

После переговоров в Париже 10 июля правительство Франции согласилось на кредит в размере 300 млн долларов, но поставило политические условия (отказ от таможенного союза с Австрией, запрещение националистических организаций и т. п.), обсуждать которые Лютер, как глава Рейхсбанка, не имел полномочий. Немецкое правительство решило отклонить французское предложение, так как Франция не хотела пересматривать условия предоставления займа из-за вполне понятных политических амбиций, а принятие этих условий означало для Германии непредсказуемые события, и даже возможность переворота, то ли со стороны коммунистов, то ли нацистов¹⁹⁷.

Ситуация в Германии вызывала беспокойство в США. Там понимали, что если Германии не будет предоставлен кредит, она может объявить государственное банкротство и, соответственно, дефолт по всем долгам, в первую очередь по иностранным краткосрочным кредитам в сумме 3,5 млрд долларов, из которых более 1 млрд были американскими. После совещания в Федеральном резервном банке Нью-Йорка (в нём участвовали Оуэн Юнг и Паркер Джильберт, бывший генеральный агент по репарациям) было принято решение, что дальнейшие кредиты не имеют смысла – США и так вложили большие капиталы в Германию.

Все эти дискуссии совпали с выходом английского издания книги Я. Шахта «Конец репарациям» («The End of Reparations»)¹⁹⁸, в которой он не только развивал свою излюбленную тему о необходимости отмены репараций, но и высказывался против капитализма, как такового, что вызвало недоумение у многих. Вероятно, под влиянием идей национал-социализма и Гитлера Шахт заявил, что «капитализм, не могущий

¹⁹⁷ Bennet E. Germany And The Diplomacy Of The Financial Crisis, 1931 / E. Bennet. – Cambridge (Massachusetts): Harvard University Press, 1962. – P. 236.

¹⁹⁸ Schacht H. The End of Reparations / H. Schacht. – N. Y.: J. Cape & H. Smith, 1931. – 248 p.

прокормить рабочих всего мира, не имеет права на существование»¹⁹⁹. У многих такие высказывания Я. Шахта, известного финансиста, вызвали недоумение, а о его симпатиях к национал-социализму тогда ещё мало кто знал.

Тем временем 13 июля 1931 г. Danatbank объявил о банкротстве и об убытках в 240 млн долларов (40% всех депозитов). Крах банка вызвал банковскую панику не только по всей стране (в Германии банки были закрыты на две недели), но и в Европе (особенно сильной была дестабилизация банковской системы в Венгрии, Румынии, Польше, Латвии).

После того как весной и летом 1931 г. в Центральной Европе обанкротилось несколько крупнейших немецких и австрийских банков (в том числе венский Creditanstalt и немецкий Danatbank), правительства европейских стран прибегли к таким мерам, как выкуп в собственность государства большей части акций кредитно-финансовых организаций, оказавшихся в критическом положении. Эти меры, а также государственный контроль над валютой и, при необходимости, временное закрытие банков смогли предотвратить дестабилизацию всей кредитной системы. Так в Центральной Европе начался новый период усиления государственного влияния в экономике и сфере финансов.

Чтобы приостановить отток капиталов, учётная ставка в Германии была повышена до 15%. К началу 1932 г. промышленное производство в Германии сократилось на 20% и без работы остались 6 млн человек – около 30% всей рабочей силы. На улицах Берлина было малоллюдно и повсюду чувствовалась напряжённость, напоминавшая настроения перед началом Первой мировой войны. «Случайный путешественник мог бы не заметить никаких изменений в повседневной жизни столицы... и трудно было понять, как страна оказалась в таком финансовом тупике... Но никаких признаков путча не видно... Американские туристы, на прошлой неделе приехавшие в Берлин из других частей Германии, были впечатлены общей дисциплиной и порядком»²⁰⁰. Однако Германия снова была на грани экономического кризиса, и всё чаще вспоминалось имя Шахта, однажды уже спасшего немецкую экономику в период гиперинфляции. И Шахт действительно появился на публике, но – неожиданно для многих – уже как сторонник Гитлера. В октябре 1931 г. Шахт выступил на нацистском митинге в городке

¹⁹⁹ Schacht Arraigns Capitalist Greed // The New York Times. – 1931. – July 11.

²⁰⁰ Berliners Calm in Money Crisis // The New York Times. – 1931. – July 17.

Бад-Гарцбург, объявив немецкое правительство банкротом и требуя прекратить выплаты всех долгов. «В окружении старых имперских флагов, марширующих в стальных шлемах фашистов, и речей Адольфа Гитлера вместе с Альфредом Гугенбергом, националистических лидеров Германии... Шахт выступил с критикой Рейхсбанка, требуя отказа от выплаты долгов»²⁰¹.

С начала 1930-х годов в Германии отмечалась волна антисемитизма (подобно тому, как это было когда-то после «грюндерского краха» в 1873 г., когда кризис и последовавший за ним экономический спад связывали с «международным заговором банкиров»)²⁰². Эти настроения, столь характерные для Германии, были умело использованы партией Гитлера, чтобы ускорить свой приход к власти.

Немецкие банкиры того времени действительно были весьма влиятельной социальной группой, вовлечённой в игры *Weltpolitik* – мировой политики. Насколько они представляли собой самодостаточную и независимую финансовую элиту, как это было в лондонском Сити? В Лондоне финансовая элита, связанная с родовой аристократией, мало участвовала в развитии британской промышленности – колониальная экспансия давала большую прибыль. В Германии первоначально финансовая элита – *Geldaristokratie*, – была связана с родовой аристократией, особенно в Берлине. Но после грюндерского краха и скандалов, связанных с железнодорожными аферами Струсберга, само слово «банкир» стало вызывать негативные ассоциации. После этого в Германии банкиры всё больше отождествляли себя с состоятельной частью *Mittelstand* – среднего класса, усвоившей аристократический стиль жизни. Но к концу XIX в. финансовая элита благодаря личным и семейным связям всё больше стала снова сближаться с немецкой родовой аристократией, в этом отношении мало чем отличаясь от британских финансистов. Что же касается колониальных интересов немецкой финансовой элиты, то (хотя Германия по количеству колоний значительно отставала от Великобритании) по мере роста экспорта капиталов расширялась и глобальная сфера интересов немецких банкиров. Ещё перед Первой мировой войной Вильгельм Регенданц продвигал немецкое финансовое влияние в Марокко. В 1920-е годы

²⁰¹ Hitler Unites Ranks of the Old Germany to War on Bruning // The New York Times. – 1931. – October 12.

²⁰² Ferguson N. High Financier. The Lives and Time of Siegmund Warburg / N. Ferguson. – N. Y.: Penguin Press, 2010. – P. 12–13.

Франц Урбиг из банка Disconto Gesellschaft расширял сферу интересов немецкого капитала на Дальнем Востоке; Артур фон Гвиннер из Deutsche Bank вкладывал капиталы в турецкие железные дороги; Эмиль Георг фон Стаусс из Deutsche Bank занимался инвестициями на Балканах и в Румынии; Пауль Миллингтон-Херрманн вкладывал капиталы немецких банков в Чили, а Генри Натан из Dresdner Bank расширял в Латинской Америке влияние Deutsch-Sudamerikanische Bank.

В отличие от финансовой элиты лондонского Сити, не очень интересовавшейся инвестированием капиталов в развитие британской промышленности, немецкие банки с начала XX в. оказались тесно связанными с крупными промышленными концернами Круппа и др. Так сформировалась особая немецкая модель финансового рынка, в которой интересы промышленного и финансового капитала часто невозможно было разделить. Немецкая финансовая элита всё больше вовлекалась в политику и с конца 1920-х годов это стало поводом для многочисленных разговоров о том, что банкиры определяют политику Германии, а так как среди немецких банкиров того времени было много евреев, то постоянно обсуждалась тема о «заговоре еврейских банкиров», продающих национальные интересы Германии. И хотя тема заговора банкиров временами возникала и в других странах, в том числе в Великобритании и во Франции, в Германии на волне усиления антисемитизма она стала особенно популярной. А когда серия банковских кризисов в начале 1930-х годов прокатилась среди немецких банков, тема заговора приобрела маниакальный характер, играя на руку национал-социалистам во главе с Гитлером, обещавшим положить конец «проискам еврейских банкиров»²⁰³.

Слова «немецкий банкир конца 1920-х годов» обычно вызывают двоякие ассоциации. С одной стороны, представлялся изысканный аристократ, вероятнее всего прусский, с приставкой «фон» в фамилии. С другой стороны, многие немецкие банкиры того времени действительно были евреями, так или иначе ущемляемыми прусской аристократией (по данным 1895 г., евреями было 37% всех банкиров, как в частных, так и в акционерных банках). Но, как бы там ни было, именно немецкая финансовая элита в конце XIX в. сделала Германию одной из наиболее динамично развивающихся экономических систем. В 1913 г., перед войной,

²⁰³ Daunton M. J. Finance and Politics: Comments / M. J. Daunton // Finance and Financiers in European History, 1880–1960 / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 284–285.

из 500 богатейших немецких предпринимателей банкиры составляли 27% (50% – промышленники, 14% – владельцы торгового бизнеса, 9% занималось другими видами деятельности). В это время в Германии было 1200 частных банкиров, к 1933 г. их количество сократилось до 700. Всего же предпринимателей, работавших в сфере финансовых услуг, по данным официальной статистики 1907 г., было 4078 (директоры и топ-менеджеры банков, кредитные брокеры различного уровня и др.). Для сравнения, мелких предпринимателей в промышленности было 93 700, средних и крупных – 40 500. Всего в сервисном секторе (включая финансовые услуги, торговлю, транспортные услуги, отельный и ресторанный бизнес) работало 42 500 предпринимателей, из них 7200 среднего и крупного уровня²⁰⁴.

В мае в 1932 г. Брюнинг оставил пост канцлера и на смену ему пришёл Ф. фон Папен. Падение немецкой экономики продолжалось, и в июне Франция и Англия признали, что при нынешнем экономическом положении Германия не способна выплачивать репарации. В общей сложности союзники получили 4 млрд долларов репарационных выплат вместо изначально заявленных требований на 32 млрд, затем сниженных до 12 млрд. Ранее, в июне 1931 г. президент США Гувер с целью ослабления напряжённости в мировой финансовой системе предлагал мораторий на год на все межправительственные долги (в том числе и на германские репарации), что вызвало сильное сопротивление во Франции. Но экономике Германии это уже не могло помочь – спад стал необратимым.

В августе 1932 г. на выборах большинство голосов получила партия Гитлера. Все понимали, что приход Гитлера на пост канцлера – вопрос только времени, и действительно в январе 1933 г. президент Гинденбург назначил Гитлера канцлером Германии. К моменту прихода к власти Гитлера и национал-социалистов состояние германского финансового рынка и рынка ценных бумаг трудно было назвать благоприятным. Спекулируя на этом, нацисты продолжали широко использовать тему «заговора еврейских банкиров», раздувая волну антисемитизма и обещая быстро навести порядок²⁰⁵.

²⁰⁴ Augustine D. L. The Banker in German Society / D. L. Augustine // Finance and Financiers in European History, 1880–1960 / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 162–163.

²⁰⁵ Подробнее см.: Hof P. Kurswechsel an der Börse Kapitalmarktpolitik unter Hitler und Mussolini. Wertpapierhandel im deutschen Nationalsozialismus (1933–1945) und

В марте 1933 г. Я. Шахт, открыто поддерживавший Гитлера в своих публичных выступлениях, снова стал президентом Рейхсбанка. А в августе 1934 г. Шахт был назначен на пост рейхсминистра экономики. Гитлер и его ближайшие сподвижники мало интересовались экономическими и финансовыми вопросами, и сотрудничество с ними Шахта, фигуры в финансовых кругах известной, было на руку нацистам. Перед Шахтом было поставлено две основные задачи – ликвидация безработицы и поиск денег на перевооружение армии. Шахту удалось удачно реструктуризировать внешние долги Германии, а благодаря программе общественных работ по постройке дорог, финансируемой Рейхсбанком, безработица сократилась за четыре года с 6 млн человек конце 1932 г. до 1,5 млн в 1936 г. Объём промышленного производства вырос на 100% (преимущественно за счёт военной промышленности). Однако сохранение золотого стандарта для Шахта, опасавшегося инфляции, было вопросом принципа, что сделало немецкие товары неконкурентоспособными на мировых рынках. Вследствие этого, как и общей политики нацистов, направленной на подготовку к войне, экономическая система Германии 1930-х годов оказалась в изоляции, поддерживая связи лишь с балканскими странами и с государствами Южной Америки²⁰⁶.

Авторитарный режим национал-социализма был ориентирован на полный государственный контроль над экономикой и централизованное управление на основании государственного планирования (в 1933 г. был принят первый четырехлетний план развития экономики, в 1936 г. – второй, в 1940 г. – третий). Нацистская пропаганда утверждала, что тоталитарная плановая экономика Третьего рейха работает, что она более чем эффективна, и вскоре каждый из трудолюбивых немцев будет ездить на собственном «Фольксвагене» за 990 марок. В действительности эффективность немецкой экономики была весьма условной и «Фольксвагены» достались весьма немногим. А финансовая система Германии была окончательно подчинена нуждам войны.

im italienischen Faschismus (1922–1945) / P. Hof. – München: Martin Meidenbauer Verlagsbuchhandlung, 2008. – S. 41–50, 102–111.

²⁰⁶ К концу 1930-х годов Я. Шахт отдалялся от нацистов. Из-за ускоренного перевооружения в стране нарастал дефицит финансовых ресурсов, и Шахт всячески пытался убедить Гитлера снизить темпы развития военной промышленности, так как этого могла не выдержать немецкая экономика. Но это привело лишь к тому, что в ноябре 1937 г. Шахт был смещён с поста министра экономики, а в 1939 г. – и с поста президента Рейхсбанка, оставшись почётным министром без портфеля.

К 1934 г. тенденция всё большего вмешательства государства в финансовую систему и рынок ценных бумаг уже была очевидной. Однако экономическая система Третьего рейха при всей её плановости оставалась рыночной (по крайней мере формально), не отказываясь от бирж и рынка ценных бумаг. К началу 1934 г. в Германии операции с ценными бумагами проводились на биржах Берлина (где котировалось 666 наименований акций), Франкфурта (247 наименований), Дрездена (151), Мюнхена (132), Гамбурга (113), Кёльна (96), Ганновера (94).

Для финансирования промышленности широко использовались векселя «Металлургического научно-исследовательского общества» («Metallurgische Forschungsgesellschaft», MEFO) фиктивной компании с ограниченной ответственностью, созданной по инициативе Я. Шахта в 1934 г. с целью финансировать военную промышленность и не занимавшейся никакой деятельностью кроме операций с векселями (21 мая 1935 г. Шахт был назначен генеральным уполномоченным по вопросам военной экономики). Проблема состояла не только в том, чтобы найти капиталы для перевооружения – необходимо было хотя бы на время скрыть масштабы подготовки к войне, так как по условиям Версальского договора Германия не имела права заниматься перевооружением.

Военные компании, заключившие контракты на выполнение государственных заказов, получали в качестве оплаты векселя MEFO. В общей сложности к 1938 г. было выпущено таких векселей на 12 млрд рейхсмарок (государственных облигаций к 1939 г. было выпущено на 19 млрд рейхсмарок), но действительный объём выпуска векселей держался в тайне и мог быть ещё большим. Векселя MEFO гарантировались государством – их обязан был принимать Рейхсбанк, и риск был в том, что в случае предъявления этих векселей к оплате в Рейхсбанке начался бы финансовый кризис. Замысел Шахта был в том, что в гарантированные государством векселя будут вкладывать свободные капиталы крупные промышленники, такие как Крупп, и этот расчёт оправдался – в Рейхсбанк не попадало и половины выпущенных векселей. Векселями MEFO Германия расплачивалась и с предприятиями в других странах Европы, выполнявшими военные заказы. Оплата этих векселей гарантировалась государством, но не ранее 1942 г. Шахт рассчитывал на то, что к этому времени начнётся война, будет захвачен ряд европейских стран и вопрос об оплате векселей отпадёт сам собой. С 1 апреля 1938 г. выпуск векселей MEFO был прекращён: программа перевооружения закончилась и скрывать

военные расходы уже не было необходимости. Так использование векселей MEFO позволило не только преодолеть дефицит бюджета, но и финансировать крупные проекты в военной промышленности²⁰⁷.

Для финансирования военной промышленности использовались не только векселя MEFO, но и внутренние займы. Общий объём эмиссии ценных бумаг с 1934 г. устойчиво возрастал. В 1913 г. было выпущено бумаг на 2351 млн марок (акций – на 416 млн), в 1924 г. – на 588 (акций – на 148). Во время бума инвестиций в 1927 г. объём эмиссии достиг рекордного показателя – 4279 млн марок (акций – на 1438 млн марок, что было абсолютным максимумом для всего периода 1920-х и 1930-х годов). В 1932 г., накануне прихода к власти нацистов эмиссия сократилась до 974 млн марок (акций – на 150, почти как в 1924 г.). С 1933 г., когда экономика была переориентирована на плановое развитие и на возрождение военной промышленности, эмиссии быстро выросли до 1545 млн марок (хотя акций было выпущено всего 91 наименований – рекордно низкое количество). С 1934 г. эмиссия ценных бумаг (и в частности акций) устойчиво росла: в 1934 г. – 1015 млн марок (акций – 143 млн), в 1935 г. – 2811 млн (156 млн), в 1936 г. – 3990 млн (395 млн), в 1937 г. – 4628 млн (333 млн). В этом не было ничего странного – промышленность была загружена военными заказами, которые необходимо было финансировать, в том числе за счёт выпуска внутренних облигационных 4,5% займов. В 1935 г. был выпущен один внутренний облигационный заём на 500 млн марок; в 1936 г. – два займа по 487 и 525 млн марок; в 1937 г. – три займа по 625, 700, 750 млн марок; в 1938 г. – четыре займа по 1250, 1425, 1374, 1500 млн марок. Займы распределялись, как обычно, среди различных групп инвесторов, но если в 1935–1936 гг. среди них преобладали основные промышленные предприятия, то с 1937 г.

²⁰⁷ Общие расходы на военную промышленность в 1934–1939 гг. в Германии составили 60 млрд марок (из общих расходов бюджета – 101,5 млрд марок). Поступления от налогов дали за эти годы 62,2 млрд марок, из которых 41,5 млрд были направлены на финансирование гражданского сектора, и только 20 – на военную промышленность; ещё 20 млрд из военных расходов были покрыты доходами от железных дорог и т. п. Чтобы найти недостающие капиталы для финансирования военных расходов, Шахт учредил фиктивное общество MEFO с уставным капиталом 1 млн марок. Среди акционеров были крупные военно-промышленные компании Круппа, Сименса и др. Деятельность частной компании MEFO не учитывалась в официальной государственной статистике, что давало возможность скрывать реальные размеры расходов в военной промышленности (Нюрнбергский процесс. В 8 т. Т. 2. – М.: Политиздат, 1988. – С. 250–260).

крупные пакеты облигаций этих займов оседали преимущественно в банках и других кредитно-финансовых институтах, которые таким образом финансировали экономику Третьего рейха²⁰⁸.

Во время Второй мировой войны началась экспансия немецких банков в странах Европы. Благодаря такой банковской политике промышленные предприятия в Юго-Восточной Европе и в Польше всё больше переходили в собственность немецких промышленных концернов²⁰⁹, но эта экспансия закончилась после перелома в ходе войны.

²⁰⁸ Hof P. Kurswechsel an der Börse Kapitalmarktpolitik unter Hitler und Mussolini. Wertpapierhandel im deutschen Nationalsozialismus (1933–1945) und im italienischen Faschismus (1922–1945) / P. Hof. – München: Martin Meidenbauer Verlagsbuchhandlung, 2008. – S. 133, 254.

²⁰⁹ Deutsche Bank планомерно выкупал акции французских нефтедобывающих компаний, дунайских пароходных компаний и региональных банков из французского, британского и бельгийского владения. Подобным образом действовали и другие крупнейшие немецкие банки, связанные с промышленными корпорациями.

Великобритания: от Pax Britannica до «стерлингового блока»

Послевоенный спад

Накануне Первой мировой войны, когда приближение *fin de siècle*, – конца эпохи становилось всё более неотвратимым, Лондон оставался финансовой столицей мира несмотря на рост экспорта капитала из Франции и стремительное развитие финансовой инфраструктуры в Германии. Лидерство Лондона сохранялось и в экспорте капиталов: в августе 1914 г. перед началом войны британские иностранные инвестиции достигали 4 млрд фунтов.

С началом Первой мировой войны Лондонская биржа впервые с момента её основания была закрыта 31 июля 1914 г. Особой паники это не вызвало, но коммерческие банки начали изымать своё золото со счетов в Банке Англии. По мере того, как обстановка в Европе накалялась, а Германия объявила всеобщую мобилизацию, золотые резервы Банка Англии сократились с 29 июля по 1 августа 1914 г. со 130 до 50 млн долларов. В ответ на это 1 августа учётная ставка была повышена до небывало высокого уровня – 10%.

Во время Первой мировой войны в Великобритании усилилась концентрация банков, чтобы так противостоять обострению конкуренции на рынке капиталов. Одиннадцать крупнейших британских банков объединились в «большую пятёрку», и к 1923 г. 83% финансовых операций были сосредоточены в пяти крупнейших банках – Barclays, Midland, Westminster, Lloyds, National Provincial.

Большинство лондонских финансистов считали, что война будет недолгой. Дж. Кейнс заявлял, что она будет продолжаться не более года, так как за этот срок все ликвидные активы Европы исчерпаются²¹⁰. В британских финансовых кругах многие продолжали закрывать глаза на реальное положение дел, пребывая в иллюзии, что после недолгого конфликта существовавшие до войны мировые финансовые связи быстро восстановятся. Однако основа довоенной мировой финансовой

²¹⁰ Ferguson N. *The Pity of War* / N. Ferguson. – L.: Penguin Press, 1998. – P. 319; Bell C. *Old Friends. Personal Recollections* / C. Bell. – N. Y.: Harcourt Brace, 1957. – P. 45.

системы – золотой стандарт – был отменён в Германии и во Франции уже в августе 1914 г. В Англии золотой стандарт сохранялся – британские граждане могли обменять банкноты на золото, а до мая 1917 г. даже имели право вывозить золото из страны, но в дальнейшем все это создало лишь проблемы для финансовой системы.

Хотя Великобритания была среди победителей в Первой мировой войне, а её основной экономический конкурент – Германия – потерпела поражение, война значительно ухудшила состояние английской экономики: 70% торгового флота было потоплено немецкими подводными лодками, и связи с колониями нарушились. Несмотря на то, что после окончания войны в Англию поступала значительная часть немецких репараций, её государственный долг вырос за время войны с 0,7 до 8 млрд фунтов²¹¹ (38,4 млрд долларов по курсам валют 1913 г.)

За четыре года войны британское правительство потратило на её финансирование 43 млрд долларов, из них 11 млрд на кредиты своим европейским союзникам (в основном Франции и России); 9 млрд из 43 были получены после введения дополнительных налогов, а 27 млрд – от долгосрочных займов, как внутренних, так и внешних, размещенных в США. Остальные 7 млрд были кредитами, выделёнными Банком Англии. За годы войны денежная масса в Великобритании увеличилась в два раза, соответственно выросли и все цены²¹².

После окончания войны в английской промышленности начался период затяжной депрессии, связанной прежде всего с тем, что преобладавшие угледобывающая, металлургическая и текстильная отрасли всё больше отходили на задний план, оттесняемые автомобильной, химической и электротехнической промышленностью, не очень развитыми в Англии (предприятия в этих отраслях, начавшие появляться за годы войны, давали не более 10% общего объёма британской промышленной продукции).

Сложная и разветвлённая система сбыта английских товаров в колонии нарушилась во время войны, когда связи с метрополией ослабели и колонии начали создавать собственную промышленность (в те годы – в основном текстильную). Английские товары на мировых рынках начали вытесняться более дешёвой продукцией, произведенной

²¹¹ Экономическая история мира: в 6 т. / Под общ. ред. М. В. Конотопова. – Т. 4. – М.: КноРус, 2008. – С. 3.

²¹² Ahamed L. Lords of finance. 1929, the Great Depression, and the bankers who broke the world / L. Ahamed. – L.: Windmill Books – Random House, 2010. – P. 77.

в США и, особенно, в Японии. Поскольку экономическая система Великобритании была в значительной мере зависима от внешней торговли с удалёнными колониями, её значение в международной торговле стало уменьшаться²¹³.

Первая мировая война в значительной мере подорвала значение Лондона как финансового центра мира. Это изменение нелегко измерить в точных цифрах, однако некоторые показатели вполне наглядно демонстрируют это. Необходимость финансирования военных расходов вынудила многих частных инвесторов избавиться в 1914–1919 гг. от крупных пакетов иностранных ценных бумаг в общей сложности на сумму 550 млн фунтов. Часть высвобожденных капиталов была вложена в новые проекты за границей – в целом на 250 млн фунтов. Разницу 300 млн фунтов П. Коттрелл относит к убыткам – более 10% от 4 млрд фунтов, общего объёма капитала, инвестированного Лондоном по всему миру. К этим 10% убытков следует добавить ещё 4–5%, конфискованных при распаде Российской империи и утраченных в других странах, участвовавших в войне. Не меньшим было увеличение торгового дефицита, что было связано не только с военными действиями, но и с долгосрочными структурными изменениями, ускорившимися в результате войны. К 1924 г. торговый дефицит Великобритании достиг 355 млн фунтов²¹⁴.

Несмотря на все эти потери после окончания войны большинство финансистов лондонского Сити считали, что Лондон должен как можно быстрее восстановить свои позиции, и мало кто задумывался о том, что за годы войны основным мировым кредитором уже фактически стали США, а финансовой столицей мира – Нью-Йорк. Но для того, чтобы всё это осознали в Лондоне, должны были произойти ещё многие события, включая крах 1929 г. и «Великую депрессию» 1930-х годов.

Впрочем, несмотря на то что по объёмам инвестиций и внешнеторговых операций Великобритания начала всё больше уступать США, внутри британской экономики доминирование сектора финансовых услуг не только не уменьшалось, но и продолжало возрастать. Если в 1871 г. в сфере финансовых услуг Великобритании

²¹³ В 1929 г., перед началом кризиса, общемировой экспорт на 25% превысил показатели 1913 г., но доля британского экспорта уменьшилась с 14 до 11%.

²¹⁴ Cottrell P. L. *The Domestic Commercial Banks and the City of London, 1870–1939* / P. L. Cottrell // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 40–41.

работало 0,3% трудоспособного населения, в 1881 г. – 0,5%, в 1891 г. – 0,7%, в 1901 г. – 0,8%, в 1911 г. – 1,1%, то в послевоенном 1921 г. – 1,8%, а в кризисном 1931 г. – 2,2%. Доля сектора финансовых услуг в британском ВВП в 1871 г. составляла 47,4%; в 1881 г. – 56,2%; в 1891 г. – 67,3%; в 1901 г. – 80,8%; в 1911 г. – 93,8%; в 1921 г. – 93,7%; в 1931 г. – 102,3%²¹⁵. Общая тенденция возрастания значения сектора финансовых услуг была устойчивой, и война лишь ненадолго затормозила этот процесс, но не остановила его.

Попытки возвращения к золотому стандарту

Вопрос о возвращении всех стран к золотому стандарту для Англии был принципиально важным – это означало бы возрождение довоенной финансовой системы и сохранение доминирующего положения британского фунта. А стабильность фунта («надёжного как золото» по выражению тех лет) символизировала непоколебимость всей Британской империи и мирового финансового порядка.

В 1913 г. объём денежной массы в Великобритании составлял 5 млрд долларов, из них золотым запасом было обеспечено лишь 800 млн долларов. Военные расходы привели к повышенной эмиссии банкнот, и к 1920 г. в обращении была денежная масса уже в 12 млрд долларов при прежнем размере золотого запаса (800 млн). К концу войны стало ясно, что ни вернуться к золотому стандарту и довоенным курсам валют, ни восстановить былое влияние Британской империи уже нет возможности.

Для возвращения к золотому стандарту можно было пойти либо по пути дефляции, сократив денежную массу (при этом неизбежными последствиями было бы ужесточение кредитной политики, продолжающийся экономический спад и рост безработицы), либо по пути девальвации валюты, как это было сделано в Германии и (в меньшей мере) во Франции.

Великобритания оказалась перед выбором, согласиться ли на девальвацию или же пойти по пути дефляции. Логично было бы предположить, что для конкурентоспособности британских товаров на послевоенных рынках необходима мягкая девальвация. Но для английских финансистов, не без основания считавших лондонский

²¹⁵ Feinstein C. National Income, Expenditure and Output of the United Kingdom, 1855–1965 / C. Feinstein. – Cambridge: Cambridge University Press, 1972. – Table 8, 53, 59, 60.

Сити всемирным центральным банком, согласие на девальвацию и отказ от золотого стандарта означали бы подрыв самой идеи «всемирного банка», в котором британский фунт был главным заменителем золота.

Британских сторонников возвращения к золотому стандарту вдохновлял пример событий времён наполеоновских войн, когда в 1797 г. Банк Англии принял решения отказаться от обмена бумажных денег на золото после начала панического изъятия вкладов. Количество денег в обращении выросло с 10 млн до 22 млн фунтов, в два раза выросли и цены. В 1815–1821 гг. после окончания войны банк уменьшил количество обращавшихся денег в два раза, и хотя это привело к промышленному спаду, цены удалось снизить вдвое. По примеру тех событий, Банк Англии в 1920 г. вслед за Федеральным резервным банком Нью-Йорка поднял ставку до 7%.

Так Великобритания с 1920 г. избрала путь дефляции, и к концу 1922 г. цены снизились на 50%, а курс фунта повысился с 3,2 до 4,3 доллара за фунт, хотя поднять его до довоенного уровня (4,86) так и не удалось несмотря на все старания Банка Англии. После повышения учётной ставки начался экономический спад (так же, как и в США) и без работы осталось 2 млн человек. Но если в США экономический спад был лишь временным и вскоре начался устойчивый рост 1920-х годов, то в английской экономике, понесшей огромные потери за годы войны, ничего подобного не произошло и вместо подъёма началась длительная рецессия. Это объяснялось тем, что зрелая (и даже перезрелая) британская экономическая система, в которой рост давно уже начал тормозиться, в принципе не обладала таким потенциалом роста, как молодая и быстро растущая американская. Поэтому высокая учётная ставка не дала позитивного эффекта, а лишь усугубила экономический спад.

Великобритания во время общего подъёма 1920-х годов

В середине 1920-х годов общий экономический подъём ощущался и в Лондоне, где снова, впервые после войны в воздухе витал дух свободы, беспечности и благополучия. Магазины были переполнены, а молодежь танцевала чарльстон и другие модные танцы в «Kit Kat Club» и других лондонских ночных клубах. Но за пределами Лондона дела обстояли далеко не так оптимистично. Угледобывающая и хлопковая промышленность, а также судостроительная (те отрасли, которые в

викторианскую эпоху были сердцем британской экономики) переживали стагнацию. По причине искусственного повышения курса фунта цены на их продукцию на мировом рынке стали чрезмерно высокими, на 10% превышая цены конкурентов, и экспорт британского угля и текстиля сократился в середине 1920-х годов в два раза по сравнению с 1913 г. Без работы оставалось 1,25 млн человек, еще 1 млн работали неполный день, а общий уровень безработицы сохранялся на уровне 10%.

В 1925 г. по инициативе министра финансов Уинстона Черчилля золотой стандарт был восстановлен с целью вернуть британскому фунту былую роль мировой валюты. Но фунт уже не смог снова стать мировой валютой, а введение золотого стандарта и повышения курса фунта до довоенного уровня (4,68 доллара) привело лишь к ещё большему подорожанию на мировых рынках британских товаров (в среднем на 12%) и к дальнейшему сокращению объёмов британской внешней торговли.

Причина этого была как в политике дефляции в 1920–21 гг., создавшей проблемы с завышенными ценами на британские товары и приведшей к сокращению экспорта, так и в общей тенденции к замедлению экономического роста в Великобритании в начале XX в. Высокая процентная ставка тормозила экономический рост в британской экономике, и к финансистам из Сити стало приходиться весьма неприятное понимание, что по объёмам операций Нью-Йорк начинает опережать Лондон.

В силу этих причин общемировой экономической подъём 1920-х годов в Великобритании проявился слабо и лишь в 1929 г. объём промышленного производства достиг 100,5% по сравнению с 1913 г. – преимущественно за счёт новых отраслей промышленности. Но в общемировом промышленном производстве доля английской промышленности снизилась с 14% в 1913 г. до 10% в 1929 г.

Банкротство Кларенса Хатри

Кларенс Хатри (Clarence Charles Hatry, 1888–1965) разбогател на спекуляциях с акциями нефтяных компаний, создав затем разветвлённую финансово-промышленную группу, с которой было связано несколько инвестиционных трастов, через которые Хатри оперировал на Лондонской бирже, инвестируя свои капиталы в ценные бумаги. Через свои трасты Хатри выпускал полулегальные ценные

бумаги, в том числе не зарегистрированные на бирже акции, биржевые сертификаты и т. п.

Владелец крупнейшей в Англии яхты и нескольких роскошных особняков, в которых он устраивал знаменитые приемы, Хатри в начале 1929 г. был в зените своей славы. Удача изменила ему, когда он, вынашивая масштабные планы получить контроль над английской сталелитейной промышленностью, решил в июне 1929 г. приобрести за 40 млн долларов компанию «United Steel Limited».

Накануне сделки банки отказали ему в кредите – в Лондоне многие негативно относились к Хатри, имевшему сомнительную репутацию; примешивался к этому отношению и усилившийся в конце 1920-х годов антисемитизм. В попытках достать деньги Хатри выставил в качестве обеспечения для получения кредита подделанные им муниципальные облигации на 1 млн долларов. Когда это было обнаружено, акции компаний Хатри начали падать, его кредиторы потребовали вернуть долги, чего он не мог сделать, и Хатри оставалось только признаться в крупномасштабном мошенничестве, после чего он был арестован, предстал перед судом и был приговорён к длительному сроку тюремного заключения.

Разразился громкий скандал, убытки британских инвесторов, вложивших свои капиталы в предприятия Хатри, достигли 70 млн долларов. Многие из них, испытывая дефицит финансов, начали избавляться от американских ценных бумаг и выводить свои капиталы с нью-йоркского рынка брокерских кредитов. Вероятно, это и стало последним толчком, после которого началось снижение курсов на американском рынке ценных бумаг, приведшее к краху 1929 г.

Влияние биржевого краха 1929 г. на английский финансовый рынок

Когда известие о биржевом крахе достигло Лондона, Кейнс заявил, что теперь финансисты из Сити могут облегченно вздохнуть – наконец исчезла опухоль, мешавшая бизнесу во всём мире, и ситуация определилась. По его словам, в Лондоне не должны ощущаться серьёзные последствия краха, за исключением ограниченного количества англо-американских бумаг, операции с которыми проводились как в Лондоне,

так и в Нью-Йорке²¹⁶. В то же время существовала реальная опасность, что начавшаяся в Америке глубокая рецессия затронет и Великобританию. «Сегодняшняя лавина продаж бумаг на Уолл-стрит обеспокоила весь финансовый Лондон, а не только тех инвесторов, которые продавали американские акции... Финансовые эксперты предсказывают опасность спада деловой активности, и этот спад может коснуться Англии»²¹⁷.

В некотором смысле биржевой крах в Америке помог спасению британского фунта, остановив отток золота в США. Лондонские финансисты считали, что повышение 26 сентября 1929 г. в Великобритании процентной ставки до 7% стало окончательным толчком, вызвавшим биржевой крах в Нью-Йорке. «Чрезвычайная спекуляция на Уолл-Стрит в последние месяцы привела к тому, что [в Великобритании] процентная ставка была поднята до небывалого уровня»²¹⁸.

После начала в 1929 г. общего финансового кризиса промышленное производство в Великобритании снизилось на 32% (в среднем по миру – на 44%, в США – почти на 50%). Но в целом британская экономика, как и рынок ценных бумаг, меньше пострадали от кризиса 1929 г., чем в США, – спекулятивного бума на рынке акций, сравнимого с американским, здесь не было. К концу 1929 г. на британском рынке ценных бумаг произошло общее снижение курсов на 16% – далеко не такое значительное, как в США (40%), а капитализация британского рынка акций (138% ВВП) почти в два раза превышала капитализацию этого рынка в США (75%)²¹⁹. Французский и немецкий рынки также понесли убытки (соответственно 14 и 11%), но объёмы этих рынков были несравнимо меньшими, чем британского и американского.

Уменьшение напряжённости на мировых финансовых рынках после краха 1929 г. отразилось в значительном снижении учётных ставок – до 3,5% в Англии и 2,5% в США (4,5% в Германии и 2,5% во Франции). На этом неблагоприятном фоне попытки сохранить золотой стандарт лишь приводили к росту оттока капиталов из британской финансовой системы (преимущественно во Францию), что стало устойчивой тенденцией.

²¹⁶ Keynes J. M. A British View to the Wall Street slump / J. M. Keynes // New York Evening Post. – 1929. – October 25.

²¹⁷ London Disturbed by Continued Fall // The New York Times. – 1929. – October 30.

²¹⁸ Keynes J. M. A British View to the Wall Street slump / J. M. Keynes // New York Evening Post. – 1929. – October 25.

²¹⁹ Rajan R. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century / R. Rajan, L. Zingales // Journal of Financial Economics. – 2003. – Vol. 69. – Table 3. – <http://www.seyan.info/files/the%20great%20reversals.pdf>.

Летом 1929 г. отток золота из Англии возобновился, достигнув 100 млн долларов при общем объёме золотого запаса 800 млн долларов. Кроме утечки золота Банк Франции начал конвертировать в золото значительные запасы британской валюты, после чего общие запасы золота у Банка Франции достигли 1,2 млрд долларов; примерно такой же был объём запасов валюты²²⁰.

Отмена золотого стандарта

К началу 1930-х годов обстановка на финансовых рынках была напряжённой во всём мире, и даже в далёкой от европейских проблем Южной Америке в начале 1931 г. дефолт по займам объявила Боливия, в марте – Перу, в июле – Чили; в Мексике обесценилась национальная валюта. Особенно сильно эта всеобщая напряжённость ощущалась в Лондоне, пока ещё остававшемся центром мировой финансовой системы.

После «Великого краха» в Нью-Йорке рецессия в британской экономике усугублялась, а объёмы международной торговли сокращались. Масла в огонь подлила публикация 13 июля 1931 г. доклада комитета Макмиллана (Macmillan Report) о состоянии британской финансовой системы. В 1920-е годы Лондон продолжал экспорт капитала (в среднем по 500 млн долларов ежегодно), но прибыли от экспорта английских товаров значительно сократились (особенно когда из-за завышенного курса фунта цены на них стали неконкурентоспособными) и уже не могли быть источником финансовых ресурсов для экспорта капиталов. Тогда британские финансисты пошли по рискованному пути и начали использовать для долгосрочных кредитов в других странах средства, позаимствованные с краткосрочных депозитов. Хотя в этом были очевидные риски, мало кто задумывался, каков же именно размер нарастающей задолженности. В докладе комитета Макмиллана называлась цифра, вызвавшая среди лондонских финансистов сильное беспокойство, – сумма краткосрочных обязательств лондонских банков перед зарубежными клиентами составляла 2 млрд долларов. По слухам в лондонских финансовых кругах, в действительности размер этого долга был ещё больше и доходил до 3 млрд. Положение осложнялось тем, что

²²⁰ Ahamed L. Lords of finance. 1929, the Great Depression, and the bankers who broke the world / L. Ahamed. – L.: Windmill Books – Random House, 2010. – P. 344.

часть долгосрочных кредитов стала проблемной – 500 млн долларов были заморожены в Германии, а несколько сотен миллионов долларов – в Латинской Америке.

Самым неприятным моментом была реакция инвесторов. После публикации доклада комитета Макмиллана они поняли, что британским банкам может не хватить денег, чтобы при необходимости вернуть их вкладчикам. Началась обычная в таких случаях паника и массовое изъятие капиталов из лондонских банков. Отток капиталов достиг 250 млн долларов, и Банк Англии объявил о повышении учётной ставки с 2,5% до 4,25%²²¹.

А 31 июля 1931 г. был опубликован доклад комитета Мэя (May Committee) об углублении экономической депрессии в британской экономике. По данным доклада, дефицит бюджета достиг к тому моменту 600 млн долларов (2,5% ВВП, 24 млрд долларов). В действительности такой дефицит (особенно по отношению к ВВП) был не столь уж велик по сегодняшним понятиям, но комитет Мэя поддался общим паническим настроениям того времени и рекомендовал правительству сократить государственные расходы на 500 млн долларов, а также на 20% уменьшить выплату пособий по безработице и поднять налоги, чтобы увеличить на 100 млн долларов поступления в государственный бюджет.

Момент для принятия таких решений был весьма неподходящим – в Великобритании 2,5 млн человек было без работы, а промышленное производство снизилось на 20%. Но многие в правительстве (в том числе премьер-министр Р. Макдональд и министр финансов Ф. Сноуден) придерживались точки зрения, что дефицит бюджета следует преодолеть во что бы то ни стало. Из Великобритании, пытавшейся сохранить золотой стандарт, продолжался отток капитала. Чтобы приостановить сокращение золотого запаса, Банк Англии был вынужден взять кредит в 650 млн долларов частично у Банка Франции, частично – у Федерального резервного банка Нью-Йорка. Но кредит в 250 млн долларов, предоставленный Федеральным резервным банком Нью-Йорка, быстро закончился. Руководство Банка Англии, не желавшее повышать учётную ставку, видело решение этой проблемы только в дальнейших внешних заимствованиях.

Британское правительство через Банк Англии обратилось к американскому банку J. P. Morgan, который в процессе переговоров о

²²¹ Williams D. London and the 1931 Financial Crisis / D. Williams // *Economic History Review*. – 1963. – Volume 15, Issue 3. – P. 513–528.

предоставлении кредита порекомендовал ещё больше сократить расходы на социальные нужды. После долгих дебатов британская сторона приняла рекомендации, и 28 августа был получен кредит в 200 млн долларов от Моргана и еще 200 млн от консорциума французских банков, но этих кредитов хватило, как и предыдущих, ненадолго. Современники считали, что финансовая политика лондонских банков, породившая отток капиталов, была основана не на слепой привязанности к золотому стандарту, а на том, что они брали кредиты у французских банков под 3%, чтобы потом давать деньги в долг Германии под 6–8%, и туда уходили все получаемые кредиты²²².

Учитывая многовековую искущённость финансистов «коварного Альбиона», сумевшего создать глобальную империю, такая версия кажется правдоподобной. Когда французские инвесторы стали это понимать, они начали изымать свои капиталы из британских банков, чем и был вызван не прекращающийся отток золота. А социальные выплаты, об урезании которых велись нескончаемые дебаты, вообще не играли существенной роли в возникновении дефицита бюджета. Основная проблема британской финансовой системы к началу 1930-х годов в действительности была не в дефиците бюджета и даже не в оттоке капиталов из страны, а в том, что лондонские финансисты не готовы были признать, что Великобритания уже не является мировым банкиром, так как не имеет для этого ни капиталов, ни производственных ресурсов – признать это было труднее всего.

Реальность подталкивала к необходимости отказаться от золотого стандарта. Банк Англии, утративший уже на миллиард долларов золота, в сентябре 1931 г. терял в сутки по 25 млн долларов золотом на оттоке капиталов, а 17 сентября был поставлен рекорд – 80 млн долларов за сутки²²³. Наконец 21 сентября 1931 г. было объявлено о временном прекращении обмена фунта на золото. Курс фунта снизился на 30% и британские товары подешевели, но было уже поздно – конкуренты всё больше вытесняли британские товары на мировых рынках. В таких условиях политика свободной торговли, когда-то столь характерная для Британской империи, стала уже неэффективной и пришлось вернуться к протекционизму. Еще в 1912 г. были введены импортные пошлины

²²² Howe Q. World diary: 1929-1934 / Q. Howe. – N. Y.: R. M. McBride & company, 1934. – P. 115.

²²³ Jones T. A Diary with Letters, 1931–1950, – Oxford: Oxford University Press, London, 1954. – P. 32–33.

(33,5%) на товары, производимые ключевыми отраслями британской промышленности, а в 1932 г. – 10% пошлина на все ввозимые товары.

Отказ Великобритании от золотого стандарта означал конец всей этой системы, а вместе с ней и окончательную дезинтеграцию общемировой экономики, созданной перед Первой мировой войной. В сущности, в этом решении был трезвый расчёт – стабильность британских банков в условиях нарастающего оттока золота была признана более важной, чем стабильность фунта.

Когда после отмены золотого стандарта за несколько дней курс фунта снизился с 4,86 до 3,75 доллара (а к декабрю 1931 г. до 3,5 доллара), со стороны европейских финансистов можно было слышать недовольные голоса о том, что они поверили Банку Англии, а тот «подвёл» их²²⁴. В действительности же отход Великобритании от золотого стандарта был вполне прогнозируемым, и нетрудно было это предвидеть. В течение нескольких месяцев от золотого стандарта отказалось 25 стран, в той или иной мере связанных с британской финансовой системой – Канада, Индия, Египет и др., а также скандинавские страны²²⁵.

После отмены золотого стандарта в Великобритании у европейских инвесторов возникли опасения, что такое решение будет принято и в США, и за месяц-полтора были обращены в золото размещённые в американских банках капиталы на сумму 750 млн долларов. Многие считали, что отток золота из США провоцируют спекулянты и панически настроенные инвесторы, но в действительности конвертировали в золото капиталы и выводили их из США европейские центральные банки: Швейцарский национальный банк (200 млн долларов), Национальный банк Бельгии (130 млн долларов), Банк Франции (100 млн долларов), Банк Нидерландов (77 млн долларов).

Особенно много было нареканий на Банк Франции, хотя в действительности именно этот банк понёс наибольшие потери от отмены в Великобритании золотого стандарта – банк располагал крупными активами в фунтах стерлингов, достигавшими 350 млн долларов. После отхода Великобритании от золотого стандарта и падения курса фунта убытки для Банка Франции составили 125 млн долларов, что семь раз превышало его акционерный капитал²²⁶.

²²⁴ Bonn M. *Wandering Scholar* / M. Bonn. – N. Y.: The John Day Co., 1948. – P. 318–319.

²²⁵ Gold and Exchange Shifted fast in 1931 // *The New York Times*. – 1931. – December 31.

²²⁶ Boyle A. *Montagu Norman* / A. Boyle. – London: Cassel, 1967. – P. 276.

«Стерлинговый блок» и «Британское содружество»

Для британской экономики отказ от золота дал положительные результаты: дефляция прекратилась, кредит подешевел (учётная ставка снизилась до 2%), на фоне снижения курса фунта выросла конкурентоспособность английских товаров и Великобритания первой среди основных участников мирового рынка начала выходить из депрессии. В Великобритании не было чего-либо подобного «новому курсу» Рузвельта, а выход из депрессии обеспечивался в духе британских традиций приверженности идее свободного рынка капиталов за счёт политики «дешёвых денег» («cheap money policy», как её тогда называли). Учётная ставка снижалась радикально быстрыми темпами: с 5,26% в 1929 г. до 1,67 в 1932 г., 0,66% в 1933 г. и 0,59–0,58% в 1935–1937 гг.

Сыграло в этом свою роль и создание в 1932 г. Британского содружества наций (British Commonwealth of Nations) – добровольного объединения суверенных государств, в которое вошли Великобритания и почти все её бывшие доминионы, колонии и протектораты. Это событие ознаменовало начало распада Британской империи и превращение её в группу связанных между собой независимых государств. Идея создания такого содружества возникла ещё во время кризиса 1929 г., когда британские газеты выступали за создание вокруг Британской империи «тарифной стены», ограждающей её от остального мира, сползающего в «Великую депрессию».

Ещё в конце 1931 г. в Великобритании, более столет придерживавшейся идее свободной торговли и столь же свободного движения капиталов, были приняты (по примеру американского закона Смута-Хоули) новые таможенные правила – «The Abnormal Importations (Customs Duties) Act» от 20 ноября, а в начале 1932 г. – новые тарифы.

В 1931 г. возник «стерлинговый блок», в который вошли Англия с колониями, Голландия, скандинавские страны, Греция и Португалия. Создание «стерлингового блока» на некоторое время сохранило влияние британского фунта, но в то же время ускорило превращение доллара США в основную международную валюту для остальных стран, не входивших в «стерлинговый блок». В 1932 г. на конференции в Оттаве идея Британского содружества была практически реализована – бывшие колонии, образовавшие Британское содружество наций, ввели систему тарифов, сниженных при торговле внутри содружества, и повышенные пошлины для торговли с остальным миром (в некоторых странах содружества пошлины на дешёвые японские ткани достигали

40% стоимости). После этого мировые товарные рынки всё больше стали захватывать американцы, давно уже выражавшие недовольство британской политикой протекционизма и отстаивавшие идеи свободной торговли.

Общая для всех стран мира в 1930-е годы тенденция к повышению роли государственного регулирования экономикой в Англии проявлялась лишь незначительно – отчасти в создании смешанных государственно-частных компаний (таких как нефтяной трест «Royal Dutch Shell», радиовещательная корпорация BBC и др.). В 1930-е годы в Англии не было существенных реформ в государственном регулировании рынка ценных бумаг, сравнимых с реформами Рузвельта, поскольку требования к раскрытию информации были определены ещё в законе о компаниях 1844 г.

Со второй половины 1930-х годов в Великобритании начался незначительный экономический подъём, связанный более всего с подготовкой к войне в условиях нарастающей международной напряженности. Но в 1938 г. объём производства британской промышленности лишь на 17% превысил показатели 1913 г. (в США – на 43%, Германии – на 49%). А капитализация британского рынка акций снизилась со 138% ВВП в 1929 г. до 114% в 1938 г. (в США в эти годы – с 75 до 56%, в Германии – с 44 до 35%)²²⁷.

²²⁷ Rajan R. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century / R. Rajan, L. Zingales // Journal of Financial Economics. – 2003. – Vol. 69. – Table 3. – <http://www.seyan.info/files/the%20great%20reversals.pdf>.

Франция в годы подъёма 1920-х и «Великой депрессии»

Общие тенденции на рынке ценных бумаг Франции в начале XX века

Начало XX в. до Первой мировой войны было не только Belle Époque – прекрасной эпохой для французского общества, но и настоящим золотым временем для финансовой системы Франции и, в частности, для рынка ценных бумаг. Капитализация рынка акций на Парижской бирже выросла с 1880 по 1913 г. почти в два раза – с 60 до 116 франков золотом, а ежегодный темп роста в это время составлял в среднем 2%. Суммарный объем сбережений в форме вкладов различных типов за это же увеличился в шесть раз. Объем эмиссий ценных бумаг вырос с 4% ВВП в 1896 г. до 9,2% ВВП в 1913 г. – больше, чем после Второй мировой войны (3,7% ВВП). В 1913 г. капитализация рынка акций (116 млрд франков) по отношению к ВВП (41,8 млрд франков) была значительно выше – 277,5%. И даже в 1966 г. капитализация французского рынка акций (167 млрд франков) отставала от уровня 1913 г. и составляла лишь 41,9% ВВП (398,5 млрд франков)²²⁸.

Общей тенденцией быстрого роста французского рынка ценных бумаг было снижение роли долговых процентных бумаг и увеличение спроса на акции. Так, с 1847 по 1911 г. доля инвестиций в недвижимость среди парижских инвесторов снизилась с 44,7 до 31,1%; в векселя – с 21,5 до 4,9%; в то время как в облигации и акции выросли с 16,6 до 51,4%. Что же касается инвестиций в облигации и акции, то ещё в конце XIX в. преобладали бумаги с гарантированной прибылью (преимущественно – облигации железных дорог). С 1880 по 1895 г. доля таких бумаг выросла с 53,3 до 63%. Но затем доля бумаг с гарантированной прибылью снизилась до 49%. А в 1910-е годы им на смену всё больше приходили акции с негарантированной прибылью, по которым при благоприятных обстоятельствах можно было получить

²²⁸ Gueslin A. Banks and State in France / A. Gueslin // Finance and Financiers in European History, 1880–1960 / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 68–69.

больший дивиденд, чем гарантированная прибыль по облигациям. Доля иностранных ценных бумаг в этих инвестициях выросла с 8,8% в 1890–1895 гг. до 14,1% в 1910–1914 гг.

Если сравнить показатели предвоенного 1913 г. с 1929 и 1937 гг., то ВВП Франции в абсолютных цифрах (с учётом инфляции франка) вырос с 41,8 млрд франков в 1913 г. до 334 млрд в 1929 г. и 304 млрд в 1937 г. Капитализация рынка акций в абсолютных цифрах выросла с 116 млрд в 1913 г. до 374 в 1929 г. и 377 млрд в 1937 г., но по отношению к ВВП значительно снизилась – с 277,5% в 1913 г. до 111,9% в 1929 г. и 124,0% в 1937 г.²²⁹

Итоги войны

За годы Первой мировой войны нарушилась мировая специализация труда, и на смену преобладавшей во Франции в начале XX в. лёгкой промышленности и производству предметов роскоши пришла тяжёлая промышленность, в том числе автомобильная, авиационная и химическая. Однако при этом промышленное производство в целом сократилось на 40%. Но главные изменения для Франции произошли в финансовой сфере – эта страна перестала быть «мировым ростовщиком», как её называли в предвоенные годы. В значительной мере это было связано с тем, что половина французских инвестиций была вложена в Российскую империю. После её распада советское правительство аннулировало все долги империи, и Франция понесла огромные убытки.

Во Франции, как и в Великобритании, за годы войны усилилась концентрация банковских капиталов. Два из четырёх крупнейших парижских банков (Credit Lyonnais и Societe General) значительно расширили сеть филиалов и к 1932 г. имели около 1500 отделений. Но концентрация капиталов затронула в большей мере провинциальные, а не парижские банки. И если в 1914 г. 76% всех банковских вкладов были сконцентрированы в четырёх крупнейших парижских банках, то в 1924–29 гг. – лишь 53%. В целом во Франции влияние банков в 1920-е годы ослабело и промышленность всё более ориентировалась на собственные источники финансирования, а не на банковский кредит.

²²⁹ Gueslin A. Banks and State in France / A. Gueslin // Finance and Financiers in European History, 1880–1960 / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 70.

Французским банкам в этих условиях оставалось лишь инвестировать свободные капиталы в государственные ценные бумаги.

Золотые резервы Банка Франции к началу войны достигали 800 млн долларов, заметно превышая золотой запас его основного конкурента, германского Рейхсбанка (500 млн). За время войны денежная масса увеличилась на 350%, что сопровождалось ростом цен, но после окончания войны Банк Франции предотвратил гиперинфляцию, ограничив денежную эмиссию. Дефицит бюджета достигал в это время 500 млн долларов. И хотя во Франции были свои сторонники возвращения к золотому стандарту, большинство финансистов понимали, что это невозможно, так как соотношение франка и золота не может оставаться на довоенном уровне.

Если учесть крупные расходы на войну, то не удивительно, что государственный долг Франции вырос до 300 млрд франков (57 млрд долларов по курсу франка к доллару 1913 г.; для сравнения, долг Англии составлял 38,4 млрд долларов). Эмиссия бумажных денег и девальвация франка привели к тому, что все цены повысились в среднем в пять раз, однако котировки ценных бумаг снизились в шесть раз, что стало причиной массового разорения мелких инвесторов, некогда столь многочисленных во Франции.

Финансовый кризис 1924 г. во Франции

За время войны финансовая система Франции понесла большие потери. Около 4 млрд франков пришлось израсходовать на восстановление освобождённых территорий, но правительство Франции не повышало налоги, вероятно, серьёзно рассчитывая на то, что Германия заплатит долги по репарациям. Поэтому в течение пяти лет после окончания войны, с 1918 по 1923 г. французское правительство уверенно брало внешние займы (по 1 млрд долларов ежегодно) и дефицит бюджета рос.

По французской традиции финансовая документация велась весьма небрежно, и трудно было даже точно определить сумму этих займов. Так, во время ревизии 1922 г. оказалось, что стоимость облигационного «Займа национальной обороны» была завышена на 500 млн долларов, а

в конце 1923 г. неизвестно куда исчез крупный пакет этих облигаций на 150 млн долларов²³⁰.

После войны курс франка к доллару снизился в три раза, с 5 долларов за франк до войны до 15, а к началу 1924 г. – до 20 франков за доллар. К 8 марта 1924 г. курс упал ещё больше, до 27 франков, и на Парижской бирже началась паника²³¹. Французское правительство считало, что во всем виновата Германия, а кризис во Франции является следствием международного заговора немецких финансистов. Премьер-министр Пуанкаре заявил, что располагает секретным документом, согласно которому немецкие торговые дома создали в Амстердаме фонд в 13 млрд франков для начала игры на понижение французской валюты. С тех пор навязчивая идея коварного заговора иностранных финансистов против Франции витала в воздухе всё следующее десятилетие. По словам Дж. Кейнса, «каждый раз, когда стоимость франка падает, министр финансов начинает искать этому любые объяснения, кроме экономических, говоря то о вредном последствии спекуляции, то о присутствии иностранцев на бирже»²³².

В январе 1924 г. в Париж прибыл партнер банка Lazard Freres Фрэнк Альтшуль, предложивший план для стабилизации курса французской валюты. По этому плану необходимо было организовать крупные кредиты для Франции со стороны США. В Нью-Йорке предполагалось за короткое время создать банковскую группу, которая собрала бы необходимые для займа средства. Банк Lazard Freres готов был выступить организатором этого займа (Ф. Альтшуль делал акцент на том, что участие этого банка в качестве организатора кредита не должно афишироваться). Во Франции план был принят, и с помощью американского займа (основным источником капиталов был банк Морганов) курс франка за несколько недель удалось поднять со 126 до 61 франка за доллар.

Наконец 13 марта 1924 г. французское правительство заявило, что американский банк J. P. Morgan готов предоставить Франции кредит под залог золотых резервов. По слухам, Морган (среди американских

²³⁰ Shirer W. L. The Collapse of the Third Republic / W. L. Shirer. – N. Y. Simon & Shuster, 1969. – P. 161.

²³¹ Schuker S. The End of French Predominance in Europe: The Financial Crisis of 1924 and the Adoption of the Dawes Plan / S. Schuker. – Chapel Hill, NC: University of North Carolina Press, 1976. – P. 89.

²³² Keynes J. M. Tract on monetary Reform / J. M. Keynes // Collected Writings. – Vol. 4. – L.: Macmillan, 1981. – P. XVI–XVII.

финансистов наиболее симпатизировавший Франции) согласился на кредит при условии, что французское правительство примет план, предложенный комитетом Дауэса.

Подъём середины 1920-х годов во Франции

Несмотря на утрату роли «мирового ростовщика», Франция в 1920-е годы продолжала занимать первое место по концентрации банковского капитала. Крупнейшие французские банки («Credit Lyonnais», «Société Générale», «Crédit Industriel et Commercial», «Comptoir d'escompte», «Crédit Commercial de France») сконцентрировали в своих руках около 60% всех депозитов. Именно во Франции в середине 1920-х годов была сосредоточена почти половина (на 3 213 млн долларов) общемирового золотого запаса (6 932 млн долларов), в то время как в Англии золотой запас составлял 925 млн долларов, а в послевоенной Германии – всего лишь 58 млн.

Благодаря сознательно избранной финансовой политике поощрения инфляции курс франка упал и это привело к тому, что французские товары, став намного дешевле английских, вытесняли их с мировых рынков. Во Франции начался период экономического роста, промышленность чувствовала себя в целом неплохо, а безработица была в несколько раз меньше, чем в Англии. «Англия имела здоровые финансы, но нездоровую экономику, а Франция – здоровую экономику, но нездоровые финансы»²³³.

Когда премьер-министром во второй раз стал Раймон Пуанкаре (он уже занимал этот пост в 1912–1913 гг., а в 1913–1920 гг. был президентом Франции), один из самых известных и популярных французских политиков, курс франка, опустившийся до уровня 50 франков за доллар, начал расти и быстро достиг курса 35 франков за доллар. Пуанкаре с подозрением относился к космополитическим финансистам и парижским банкирам, считая их спекулянтами – об этом знали все, и с помощью такой позиции он подыгрывал настроениям массы рядовых индивидуальных инвесторов, что добавляло ему популярности.

Курс франка вырос, начали снижаться цены на импортные товары, стоимость жизни в целом подешевела, а капитал, уже два года

²³³ Huddlestone S. Personalities and the Politics in France / S. Huddlestone // Atlantic Monthly. – 1925. – January. – P. 117.

утекавший из Франции, стал возвращаться. Потребность в кредитах со стороны США и Великобритании уменьшилась, особенно когда к осени 1922 г. возвращение капитала приняло массовый характер. Курс франка продолжал расти и достиг 30. В том случае, если этот рост не ограничивать, во Франции могла бы возникнуть та же проблема, что и в Великобритании, когда цены продукцию стали завышенными, экспорт сократился, а экономический рост перешёл в стагнацию.

Пуанкаре понимал это, но не решался на ограничение роста франка. Большинство воспринимало повышение курса национальной валюты как позитивное явление и заслугу самого Пуанкаре, что укрепляло его авторитет. Сторонником ограничения роста курса франка был управляющий Банка Франции Эмиль Моро, а влиятельным противником – Эдуард де Ротшильд, консервативный финансист, о котором говорили, что он хотел бы продлить XIX век.

Влияние Ротшильда во Франции было настолько велико, что, по слухам, с 1920 по 1940 гг. ни один кабинет министров не был сформирован без консультаций с ним. Это влияние было поводом для многочисленных антисемитских разговоров о «всемирном заговоре», возглавляемом Ротшильдом. Эдуард де Ротшильд, зная об этих настроениях, старался оставаться в тени, как можно меньше привлекая к себе внимание и ограничиваясь имиджем любителя скачек и владельца породистых лошадей. Но избежать внимания прессы к семье Ротшильдов не удалось – его кузен Морис постоянно оказывался в центре скандалов, связанных с любовными похождениями.

Ротшильда поддерживал Франсуа де Вандель, крупнейший во Франции производитель вооружения и владелец военных заводов, создавший одну из наибольших сталелитейных групп в Европе, сопоставимую по масштабам с компанией Эндрю Карнеги в США. Несмотря на все усилия Ротшильда и Ванделя (Ротшильд даже дал распоряжение принадлежавшей ему крупнейшей железнодорожной компании «Chemin de Fer du Nord» скупать франки, чтобы повышать курс валюты), победил Моро. В декабре 1926 г. Банк Франции начал скупать иностранную валюту и продавать франки, не давая курсу подняться выше 25 франков за доллар.

Так как цены на британские товары были слишком высокими, а на французские – низкими, это вызвало естественное перетекание капиталов во Францию. Французский капитал, раньше уходивший в Лондон и Нью-Йорк, вернулся обратно, и Банку Франции удалось создать крупный валютный фонд (преимущественно в британских

фунтах), составлявший 500 млн долларов. Курс франка сохранялся устойчиво на уровне 25 за доллар, французские товары на мировых рынках были конкурентоспособны и экспорт быстро рос. Так путь, избранный Францией в середине 1920-х годов, помог ей избежать и крайностей немецкой гиперинфляции, и британской дефляции с сопровождавшей её стагнацией.

Весной и в начале лета 1927 г. продолжался приток иностранной валюты во Францию (в основном, фунтов стерлингов), вызванный повышением курса франка. Чтобы удерживать курс франка, Банк Франции продолжал скупать иностранную валюту, и к концу мая валютные запасы оценивались в 700 тыс. долларов²³⁴. На рынке ценных бумаг общая стоимость обращающихся бумаг была большей, чем стоимость всего недвижимого имущества Франции, и более 50% ценных бумаг составляли облигации государственных займов. Со второй половины 1920-х годов во Франции снова начала увеличиваться социальная прослойка рантье, основным доходов для которых была прибыль по ценным бумагам.

В 1928 г. французская экономика процветала за счёт экспорта, темпы экономического роста достигали 9% и Франция считалась наиболее динамично развивавшейся страной. Был восстановлен обмен франка на золото, хотя золотое обеспечение франка составляло лишь 20% довоенного. За время подъёма 1920-х годов объём промышленного производства во Франции превысил показатели довоенного 1913 г. на 40% (преимущественно в результате развития металлургии и машиностроения).

Во Франции, как и в других странах Западной Европы, меньше связанных с международными рынками капиталов и ценных бумаг, непосредственное влияние биржевого краха 1929 г. было не столь заметным, как в Англии, не говоря уже о Германии. Экономический спад здесь начался во второй половине 1930 г., когда промышленное производство снизилось на 30%, сельскохозяйственное – на 40%.

К 1929 г. общие запасы золота у Банка Франции достигли 1,2 млрд долларов; примерно такой же бы объём запасов валюты. С 1927 по 1932 г. накопление золота во Франции было настолько интенсивным, что её золотые запасы выросли от 7 до 27% общемировых. В дальнейшем Банк

²³⁴ Moreau E. The golden franc: memoirs of a governor of the Bank of France: the stabilization of the franc (1926–1928) / E. Moreau. – Boulder (Co): Westview Press, 1991 – P. 220, 295–298.

Франции начал проводить политику сокращения золотых запасов, что усилило дефляционные тенденции в других странах. В этом отношении Франция своей финансовой политикой оказала даже большее влияние на мировые дефляционные процессы 1930-х годов, чем США.

Но отказ Великобритании, а затем и США от золотого стандарта создал для Франции большие проблемы. Из-за сохранения привязки франка к золоту себестоимость продукции французской промышленности на мировых рынках оказалась самой высокой и период экономического подъёма конца 1920-х годов, выделявший Францию из остальных участников мирового рынка, к 1933 г. закончился²³⁵. В 1937 г. Франции пришлось отказаться от золотого стандарта и в 1938 г. курс франка был привязан к курсу британского фунта (1 фунт = 179 франков). Доля Франции в мировом промышленном производстве снизилась с 7% в 1913 г. до 4% в 1937 г.

Репутацию финансистов в глазах общества сильно подорвали скандалы во французских финансовых кругах – крах «Oustric Bank» в 1930 г. и особенно «Дело Ставиского» в 1934 г. Серж Александр Ставиский (Serge Alexandre Stavisky, 1886–1934), финансовый аферист родом из Киева, живший в Париже, был убит 8 января 1934 г. Ставиский учредил «Кассу муниципального кредита» (Crédit municipal) при помощи мэра французского города Байонны Доминика-Жозефа Гара, впоследствии осужденного на два года. Касса выпустила фальшивые облигации для финансирования различных программ (в том числе строительства жилых домов) на сумму 235 млн франков, распространявшиеся государственными чиновниками и политиками. По официальной версии Ставиский покончил с собой. Однако выяснилось, что Ставиский был связан с финансированием левых партий. Дело об его убийстве приобрело характер политического скандала, настолько сильного, что он привёл к отставке 30 января 1934 г. правительства Камиля Шотана, вооружённым столкновениям правых и левых экстремистов в Париже и неудачному штурму здания парламента Франции боевиками профашистских организаций 6 февраля 1934 г. В начале 1930-х в финансовых кругах Парижа Ставиский был довольно известной личностью. По словам

²³⁵ Экономическое развитие Франции тормозилось не только отсутствием собственных запасов нефти, приобретавшей всё большее значение по мере распространения автомобилей. Во французской промышленности всё ещё преобладали мелкие предприятия. Для большинства из них которых был характерен низкий технологический уровень (40% рабочих были заняты ручным трудом).

И. Эренбурга, «как-то в 1931 или в 1932 году я обедал с Мерлем в марсельском ресторане. За соседним столиком сидел красивый брюнет, похожий на аргентинского танцора... Мерль наклонился ко мне: “Это Александр, один из самых талантливых жуликов Парижа. Кстати, он ваш соотечественник...”. Я не стал расспрашивать: мало ли в Париже талантливых жуликов всевозможного происхождения»²³⁶.

В октябре 1934 г. Эдуард Даладьё, один из лидеров «Народного фронта» и левого альянса социалистов, коммунистов и других партий, негодовал по поводу того, что две сотни наиболее богатых семей контролируют всю французскую экономику и политику²³⁷. Всё это привело к возрастанию во Франции роли государственного регулирования в 1930 годы и к увеличению государственных расходов (с 14% национального дохода в 1911 г. до 40% в 1936 г.) и всё большему планированию экономики после прихода к власти в 1936 г. «Народного фронта».

²³⁶ Эренбург И. Люди, годы, жизнь / И. Эренбург. – В 3 т. Т. 2. – М.: Текст, 2005. – С. 19.

²³⁷ Идея о 200 лицах, фактически владеющих всей французской экономикой, возникла ещё в 1800 г. в первоначальном уставе Банка Франции, в котором влияние владельцев акций на принятие решений ограничивалось кругом 200 крупнейших акционеров. Реальная власть в банке принадлежала его директорам («регентам»), все они были представителями банковской элиты Парижа. Волна критики, поднявшаяся в 1936 г., дала свои результаты, и под влиянием «Народного фронта» устав банка был изменен, после чего регентов сменили представители различных социальных групп.

Причины и природа «Великой депрессии»

Финансовые кризисы индустриальной эпохи

Среди многочисленных кризисов индустриальная эпоха была отмечена четырьмя финансовыми кризисами (крах банка Бэрингов в Великобритании в 1890 г.; паника на финансовом рынке США в 1907 г.; финансовый кризис июля-августа 1914 г., затронувший все мировые финансовые центры, и «Великая депрессия» 1930-х годов, охватившая практически весь мир.

По словам королевы Елизаветы II, сказанным в июне 2009 г. по поводу прогнозирования финансового кризиса 2007–2009 гг., «многие предвидели приближение кризиса, но точное время его начала и формы, в которых он будет развиваться, не смог предсказать никто»²³⁸. То же самое можно было бы сказать и обо всех финансовых кризисах индустриальной эпохи – для опытных финансистов их приближение, сопровождавшееся усилением напряжённости на финансовых рынках, было очевидным, хотя лишь в общих чертах.

Все эти кризисы были тесно связаны с процессами, происходившими в период «первой глобализации», как её сейчас называют. Этот период начался в 1880-е годы и закончился Великой депрессией 1930-х годов. Начало «первой глобализации» было отмечено быстрым ростом потоков инвестиционного капитала: объёмы иностранных инвестиций выросли с 1870 по 1913 г. почти в пять раз – с 10 до приблизительно 50 млрд долларов²³⁹. Мировая экономика этого периода была основана на золотом стандарте и фиксированных курсах обмена валют. Основой «первой глобализации» была Британская империя и лидирующее положение Великобритании в мировой экономике. Хотя принято считать, что это время «мира без границ» закончилось с началом Первой мировой войны,

²³⁸ British Academy Forum Letter to her majesty the queen 22 July 2009. – <https://www.britac.ac.uk/events/archive/forum-economy.cfm>.

²³⁹ Bairoch P. [ed.] Victoires et deboires. Histoire economique et sociale du mode du XVI siecle a nos jours / P. Bairoch. – 3 vols. Vol. 2 – Paris: Gallimard, 1997. – P. 123–127, 175–179, 317. 1016 p.

такое утверждение справедливо лишь для некоторых аспектов первой глобализации – свободы пересечения границы и потомков международной миграции. Первая мировая война стала глубоким потрясением для общемировой экономической системы, но сама по себе война ещё не положила конец первой глобальной экономике. Её основой была в первую очередь система золотого стандарта, а не либеральный визовый режим и даже не потоки инвестиционного капитала, сократившиеся после Первой мировой войны.

В 1920-е годы золотой стандарт был восстановлен, возобновился и экспорт капитала, хотя и не в таких масштабах и формах, как в довоенные годы. Но наследие войны – взаимные военные долги стран-участниц, проблема репараций и порождённая войной инфляция – так и не позволило полностью вернуться к предвоенному состоянию мировой экономической системы, создав новую проблему – глобальный дисбаланс золота, утекавшего из стран Европы в США. Положение усугублялось и отсутствием лидера в мировой экономике. Великобритания уже объективно не могла быть таким лидером, а США по своему экономическому и финансовому потенциалу могли бы им стать, но не хотели (или не были готовы) взять на себя такую роль.

Последовательность кризисов периода первой глобализации была не случайной – в ней прослеживается определённая закономерность. Кризис Бэрингов в 1890 г. произошёл на ранней стадии глобализационных процессов и затронул центр мировой системы – лондонский Сити – во время его наибольшего расцвета. Перед кризисом Бэрингов, начиная с 1887 г. финансовая пресса много писала о приближении дефолта в Аргентине, но до самого последнего момента никто не мог предположить коллапс банка братьев Бэринг, пока он не произошел в ноябре 1890 г.

Паника 1907 г. в США затронула Нью-Йорк, новый финансовый центр, которому вскоре было суждено стать лидирующим. Кроме того, этот кризис произошёл в стране, где заканчивалась стадия развивающейся экономики и начиналась зрелая стадия. Летом 1907 г. напряжённость на американском финансовом рынке была очевидна для всех, но как именно начнётся кризис, не знал никто, и уж тем более никто не мог предположить, какую роль будут играть в нём инвестиционные трастовые компании, оказавшиеся самым слабым звеном в американской финансовой системе.

Финансовый кризис июля-августа 1914 г. совпал с началом Первой мировой войны – моментом истории, ставшим поворотной точкой в истории эпохи первой глобализации, когда время быстрого роста

мировой экономической и финансовой систем, сопровождавшееся настроением общего либерального оптимизма, подошло к концу и сменилось тенденцией к упадку. Приближение войны понимали многие, но её начало, как и биржевая паника, оказалось для всех полной неожиданностью. И даже перед «Великим крахом» в 1929 г. многие до последнего момента верили, что рынок будет продолжать расти. А «Великая депрессия» 1930-х годов стала концом всей эпохи «первой глобализации».

Каждый из финансовых кризисов индустриальной эпохи имел одни и те же аспекты: банковский кризис, проблемы в корпоративном управлении и в государственном регулировании, нарушение международных связей, изменения в балансе сил. Вероятно, одна из основных причин непредсказуемости точного времени начала и особенностей протекания всякого кризиса связана с дестабилизирующим эффектом финансовых инноваций, создающих новые возможности для получения прибыли. Финансовые инновации создают не только новые возможности для получения прибыли, но и новые риски, так как всякие инновационные финансовые продукты и организационные структуры на некоторое время оказываются за пределами существующих методов регуляции. Если во время кризиса 2007–2009 гг. основным инновационным инструментом, дестабилизировавшим рынок, были деривативы, то в начале XX в. такой инновацией стали инвестиционные трастовые компании. Их роль была особенно заметна во время кризиса 1907 г. в США и «Великого краха» 1929 г.

Международное сотрудничество и кризисы

Идея о необходимости международного сотрудничества во время кризисов, в том числе взаимодействия центральных банков затронутых кризисами стран, возникла не сразу. В 1890 г. кризис Бэрингов остался преимущественно проблемой Британии и Аргентины. Благодаря своевременному вмешательству Банка Англии вместе с банкирским сообществом лондонского Сити удалось избежать развития этого кризиса до той степени, когда он неизбежно затронул бы другие мировые финансовые центры. Уверенная позиция Банка Англии была основана на том, что он располагал достаточными золотыми резервами, чтобы не опасаться панического снятия вкладов и оттока капиталов. Управляющий банка Уильям Лиддердэйл быстро собрал необходимый

фонд помощи Бэрингам – при поддержке Ротшильдов удалось получить 2 млн фунтов золотом в кредит у Банка Франции. Еще 1,5 млн фунтов было получено в кредит от Российской империи, кроме того Россия обязалась не забирать в банке братьев Бэринг свои депозиты в размере 2,4 млн фунтов²⁴⁰.

В 1907 г. кризис в США также остался в пределах этой страны благодаря оперативному вмешательству Дж. П. Моргана, признанного лидера нью-йоркского банковского сообщества. Американская финансовая система в то время ещё была в большой степени фрагментирована и зависела от лондонского Сити. В 1907 г. финансовый рынок США, стремясь избежать дестабилизации, начал перекачивать повышенное количество золота из Лондона. Банк Англии не препятствовал перемещению золота в США, однако повысил свою учётную ставку в начале ноября 1907 г. до 6%, а затем и до 7%, притягивая этим к себе золото из разных стран, в том числе из Франции²⁴¹. В этих случаях целью международного сотрудничества было не столько предотвращение распространения кризиса, сколько поддержание монетарной стабильности, а говоря иными словами – сохранение золотого стандарта.

Во время кризиса 1914 г. о международном сотрудничестве говорить не приходилось – каждая из стран, затронутых кризисом, справлялась с ним самостоятельно. В большей мере это сотрудничество проявилось во время войны, когда союзники размещали военные облигационные займы друг у друга (преимущественно это касалось Великобритании и США) на общую сумму 20 млрд фунтов. Основными кредиторами были США (9,2 млрд долларов) и Великобритания (8,5 млрд). Франция (1,7 млрд) и другие страны значительно отставали по объёмам кредитования. В то же время все страны (за исключением США) во время войны прибегали к внешним займам. Великобритания взяла в долг 4,2 млрд долларов у США, Франция – 2,7 млрд. У Великобритании Франция взяла в долг 2,5 млрд долларов. Из других участников войны Италия взяла в долг 5,1 млрд у Великобритании и США, Россия 4 млрд (в основном у Великобритании и в меньшей мере у Франции). Другие

²⁴⁰ Clapham J. The Bank of England: A History / J. Clapham. 2 vols. Vol. 2. – Cambridge: Cambridge University Press, 1944. – P. 329–336; Flandreau M. Central Bank Cooperation in Historical Perspective: A Sceptical View / M. Flandreau // Economic History Review. – 1997. – Vol. 50. – №4. – P. 756.

²⁴¹ Sayers R. S. The Bank of England 1891–1944 / R. S. Sayers. – Cambridge: Cambridge University Press, 1976. – P. 58–60.

страны взяли в долг в общей сложности 1,5 млрд долларов в основном у США, Великобритании и Франции.

После окончания войны сложная система взаимных долгов, возвращение которых затягивалось, длительное время оказывала влияние на финансовые взаимоотношения многих стран. Сотрудничество в размещении взаимных займов стало основой дальнейшего послевоенного взаимодействия в финансовой сфере (международная финансовая конференция в Брюсселе в 1920 г., конференция в Женеве в 1922 г. и др.

В начале 1930-х годов примером международного сотрудничества в финансовой сфере стало создание «Банка международных расчетов» (BIS). Впервые идея подобного международного института была высказана еще на Брюссельской конференции 1920 г., а в 1925 г. управляющий Банка Англии Монтэгю Норман предлагал идею создания международного клуба управляющих центральных банков. Осуществлению этих планов способствовало проведение расчетов по немецким репарациям согласно Плану Юнга. Однако BIS, начавший работу 27 февраля 1930 г., вскоре стал не просто банком для сбора репараций, а и координирующим органом в сотрудничестве руководителей центральных банков.

Однако в дальнейшем, когда репарации были отменены, а коллапс золотого стандарта становился всё более очевидным, значение банка стало уменьшаться. А по мере наступления «Великой депрессии» и с началом серии банковских кризисов в Европе ослабевало и общее международное сотрудничество в финансовой сфере.

Регуляция и дерегуляция финансовых институтов во время кризисов

Если считать, что одной из причин финансовых кризисов были недостаточно урегулированные финансовые инновации (в особенности такие как инвестиционные трастовые компании в 1890 г. в Великобритании, в 1907 и 1929 г. в США), то в случае «Великой депрессии» это объяснение неприменимым. Этот наибольший из всех известных экономических спад произошел несмотря на многочисленные регулятивные меры, принимавшиеся после краха 1929 г. Эти меры так и не смогли предотвратить наступление «Великой депрессии». К тому же, хотя дерегуляция и либерализация финансовых рынков обычно

предшествовали кризисам, наступление кризисов отнюдь не всегда приводило к усилению регуляции.

Кризис Бэрингов был наиболее ярким примером того, как не принимались никакие регулятивные меры, а о самом кризисе постарались скорее забыть. Но следующий сравнительно крупный кризис, паника 1907 г. в США, привёл к одному из наиболее серьёзных шагов по усилению регуляции финансового рынка – к созданию Федеральной резервной системы (ФРС США).

Начало «Великой депрессии» было связано с многочисленными регулятивными действиями. Так, «Securities Act» 1933 г. обязал эмитентов ценных бумаг предоставлять чётко определенный объем информации об эмиссии и о своем финансовом состоянии. А «Banking Act» (известный как «Glass-Steagall Act») изданный в том же году, отделил коммерческие банки (принимавшие депозиты и выдававшие кредиты) от инвестиционных банков (выпускавших и размещавших эмиссии ценных бумаг).

На практике коммерческие банки и так не занимались серьёзными операциями с ценными бумагами, оставляя это для инвестиционных банков. Исключением был наиболее крупный и влиятельный банк «J. P. Morgan & C», учреждённый как коммерческий банк. Потребность заниматься операциями с ценными бумагами привела к созданию подразделения компании – инвестиционного банка «Morgan, Stanley & C°».

В 1930-е годы за пределами США усиление регулирования финансовых рынков не было выраженным. В Великобритании не отмечался заметный банковский кризис, поэтому не было необходимости в каких-либо новых регулятивных мерах, сравнимых с законами о ценных бумагах и банках в США. В Германии изменения в деятельности финансовых рынков и усиление их регулирования были связаны прежде всего с экономической политикой нацистов, направленной на полную централизацию подчиненной военным нуждам экономики. Во Франции закон, усиливший контроль над банковской деятельностью, был принят в 1941 г., уже во время Второй мировой войны, и не был прямо связан с банковскими кризисами начала 1930-х годов и с «Великой депрессией».

Консолидация финансовой системы и кризисы

Повышают ли кризисы консолидацию банковской системы? Казалось бы, странный вопрос, но, в нём есть своя логика – за счет ликвидации мелких и слабых банков происходит нечто подобное естественному отбору и остаются только наиболее стабильные и сильные, так как более слабые не способны пережить кризис²⁴².

Вероятно, впервые вопрос о влиянии финансовых кризисов на консолидацию возник после краха банка Бэрингов, когда было замечено, как банковский кризис приводил к последующей волне слияний банков. После кризиса банка Бэрингов в 1891 г. отмечалось наибольшее (по сравнению с предыдущими годами) количество слияний и поглощений – 18. Среди английских банков в 1862–1889 гг. было в среднем 7 слияний и поглощений в год, в 1890–1902 гг. – более 11²⁴³.

Кризис Бэрингов подтолкнул это вполне естественное стремление к стабильности и безопасности в общей неопределённости послекризисного времени. В слияниях 1891 г. принимали участие отнюдь не проблемные и нестабильные банки, а престижные лондонские банкиры, чувствовавшие себя вполне уверенно до событий 1890 г. В это время значение частных депозитных банков Лондона все больше уменьшалось по сравнению с коммерческими банками. И в результате слияний 1890-х годов образовалась группа поистине гигантских лондонских банков, имевших сеть филиалов и отделений, охватывавшую всю страну и контролировавшую около 70% всех британских депозитов. С 1890 по 1910 г. доля депозитов в пяти крупнейших банках выросла с 26,5 до 43%, в десяти крупнейших – с 38 до 64,7%²⁴⁴.

Крупнейшими в этой группе «хищниками», поглощавшими более мелкие банки, были «Lloyd Bank» и «Midland Bank», первоначально провинциальные банки, основанные в Бирмингеме, и переведённые в Лондон в 1884 и 1891 гг. С 1890 по 1914 «Lloyd Bank» поглотил 33 более мелких банка, «Midland Bank» – 26, и к началу XX в. эти два банка стали

²⁴² Так, после кризиса банка Бэрингов в 1892 г. обанкротился старинный англо-испанский банкирский дом «С. de Murrietta & С°», тесно связанный с Аргентиной и в первую очередь пострадавший от кризиса в этой стране.

²⁴³ Sykes J. The Amalgamation Movement in English Banking, 1825–1924 / J. Sykes. – L.: P. S. King, 1926. – P. 97.

²⁴⁴ Capie F. Concentration in British Banking, 1870–1920 / F. Capie, G. Rodrick-Bali // Business History. – 1982. – Vol. 24. № 3. – P. 287.

крупнейшими в Британии²⁴⁵. Впрочем, явных доказательств того, что волна слияний и поглощений среди британских банков в конце XIX – начале XX в. была связана с кризисом банка Бэрингов нет. Появление крупных банков, расширяющихся за счет поглощений, было характерно в начале XX в. для всех стран с развитыми финансовыми системами.

В Германии процессы консолидации финансовой системы в конце XIX – начале XX в. принимали несколько иные формы, чем в Великобритании. Крупные берлинские банки неохотно открывали филиалы за пределами Берлина и ничего сравнимого с разветвлённой сетью филиалов крупнейших английских банков в Германии не было. Консолидация немецких банков и создание финансовых групп основывались на «общих интересах» (*Interessengemeinschaft*), как это было принято тогда называть. В такие группы, основанные кроме общих интересов на перекрёстном владении крупными пакетами акций, входили провинциальные банки. Так, *Deutsche bank* был связан с 14 провинциальными банками с общим капиталом в 1904 г. 700 млн марок, более чем в два раза превосходившим капитал материнского банка.

Во Франции процесс консолидации банковского сектора в начале XX в. имел свою специфику – крупные парижские банки создавали разветвлённые сети филиалов, однако не пытались поглощать небольшие провинциальные банки.

Но несмотря на все эти различия в понимании консолидации и практических способов её реализации, накануне Первой мировой войны пять крупнейших банков мира с общей суммой активов около 500 млн долларов имели примерно одинаковый объём оборотов. Три банка были британскими (*Lloyd, Midland, Westminster*), один французский (*Credit Lyonnais*) и один немецкий (*Deutsche bank*).

Американские банки в это время были меньшими по размеру, чем европейские, так как им тогда запрещалось открывать отделения в других странах. Это ограничивало процессы консолидации, и в США росло количество банков – с 13 000 в 1900 г. до 22 000 в 1908 г. и 26 000 в 1913 г. Из 24 крупнейших американских банков начала XX в. 17 было сконцентрировано в Нью-Йорке и только два было в Чикаго²⁴⁶. Объёмы операций крупнейших банков быстро увеличивались – так, наибольший

²⁴⁵ Cassis Y. *City Bankers, 1890–1914* / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1994. – P. 46–52.

²⁴⁶ Clebaner B. J. *American Commercial Banking: A History* / B. J. Clebaner. – Washington: Beard Books, 1990. – P. 102.

в США «National City Bank» в 1890 г. по величине оборотов едва достигал 10% от оборотов французского Credit Lyonnais, а в 1913 г. – уже 50%²⁴⁷.

Паника в июле-августе 1914 г. мало повлияла на консолидацию и реструктуризацию финансовой (и, в частности, банковской) системы – этот кризис был вызван военно-политическими, а не финансовыми причинами. Волна слияний началась в Великобритании в 1918 г., незадолго до конца войны и была вызвана связанными с этим оптимистическими ожиданиями в финансовых кругах. После ряда объединений среди десяти крупнейших банков образовалась «большая пятёрка» – «Midland Bank», «Lloyds Bank», «Barclays Bank», «Westminster Bank», «National Provincial Bank». В дальнейшем, в 1920-е и 1930-е годы эти банки входили в десятку крупнейших банков мира.

Процессы консолидации особенно были заметны в финансовой системе США во время общего подъёма 1920-х годов, когда крупные банки укрепляли свои позиции. Типичным примером этих процессов было слияние «Chase National Bank» с «Equitable Trust». К 1929 г. три крупнейших банка Нью-Йорка – «Chase National Bank», «National City Bank», «Guarantee Trust» имели совокупные активы стоимостью около 2 млрд долларов, что было сопоставимо с активами крупнейших британских банков. В годы «Великой депрессии», когда закрывались многочисленные мелкие банки, руководство центральных банков не скрывало мнения, что банкротства избавляют финансовую систему от слабых и нестабильных участников, снижая её фрагментированность и повышая общую консолидацию. Такую же позицию занимало и руководство Федеральной резервной системы США.

В Германии в общей обстановке инфляции возникла тенденция к поглощению крупными банками мелких провинциальных банков на основе принципа «общих интересов». «Deutsche Bank» только лишь с 1920 по 1924 г. поглотил семь банков, расширив сеть своих филиалов и подразделений с 15 в 1913 г. до 142 в 1924 г. В результате таких поглощений возникли два новых крупных банка – «Commerz-und-Privat Bank» (Compri Bank) в 1920 г. и «Darmstadter und National Bank» (Danatbank) в 1922 г. В дальнейшем в Германии Ялмар Шахт, занимавший пост президента Рейхсбанка с 1933 по 1939 г., также считал, что ликвидация сотен мелких и слабых банков лишь укрепит финансовую систему и повысит ее консолидацию. Однако в нацистской Германии процессы

²⁴⁷ Cleveland H. Citibank, 1812–1970 / H. van B. Cleveland, T. Huertas. – Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1985. – P. 32–53.

консолидации переводились из финансовой плоскости в политическую, увязываясь с антисемитской риторикой и необходимостью всячески ограничить права еврейских банкиров, во многих случаях владевших небольшими банками²⁴⁸.

И действительно, большинство из закрывшихся в 1930-е годы немецких банков были еврейскими. Временами было трудно определить, ликвидирован ли тот или иной банк по причине своей слабости и нестабильности из-за банковского кризиса начала 1930-х годов (как это было с известным банкирским домом «Lazard Speyer Ellissen» из Франкфурта), или же это произошло на волне борьбы нацистов с «еврейскими банкирами». В такой атмосфере общего антисемитизма многие еврейские финансисты соглашались на поглощение своего бизнеса крупными банками или группами, не связанными с евреями, чтобы так спасти хотя бы что-то. Так в процессах консолидации немецкой финансовой системы во второй половине 1930-х годов рациональные тенденции и антисемитизм тесно переплелись и большинство еврейских банков было ликвидировано.

Во Франции времён Второй мировой войны Анри Ардан (Henri Ardant), ведущий банкир 1940-х годов, также высказывался за консолидацию французской финансовой системы с помощью избавления от 60% мелких и слабых банков. Однако эти мелкие банки имели государственную поддержку, и с 1940 по 1944 г. их количество сократилось лишь на 22% (с 262 до 205)²⁴⁹.

Утверждать, что кризисы (и особенно «Великая депрессия») однозначно способствовали концентрации банковского капитала и повышению консолидации финансовых систем различных стран, нет оснований. Наоборот, во время «Великой депрессии» наступление крупных банков затормозилось. В Германии с 1929 по 1938 г. доля активов коммерческих банков в общей массе активов банковской системы снизилась с 31 до 15%, в то время как доля активов сберегательных банков выросла за это же время с 31 до 45%. Впрочем пример Германии в этом случае не самый показательный, так как в ней при нацистах существовала плановая экономическая система. Но и во Франции с 1930

²⁴⁸ Copper C. Zwischen Markwirtschaft und Dirigismus: Bankenpolitik im "Dritten Reich", 1933–1939 / C. Copper. – Bonn: Bouvier Verlag, 1995 – S. 224–239.

²⁴⁹ Andrieu C. La Banque sous l'occupation: Paradoxes de l'histoire d'une profession / C. Andrieu. – Paris: Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques, 1990. – P. 232–235.

по 1937 г. депозиты частных коммерческих банков снизились с 89,5 до 67,4 млрд франков, в то время как вклады в «публичных» депозитных банках выросли с 67 до 113 млрд франков²⁵⁰.

В США с 1929 по 1933 г. суммарный объём вкладов в коммерческих банках сократился на 17%, в ссудно-сберегательных ассоциациях – на 28%, однако в почтовой сберегательной системе, считавшейся инвесторами более надёжной, вклады выросли за эти годы в шесть раз²⁵¹. И даже в Великобритании, не столь сильно затронутой банковским кризисом начала 1930-х годов, вклады в сберегательных банках и строительных обществах в 1920 г. составляли 17% вкладов в коммерческих банках, в 1937 г. – 37%²⁵².

«Великая депрессия»

По словам Бена Бернанке, «в макроэкономике поиски понимания природы “Великой депрессии” подобны поискам Священного Грааля»²⁵³, так как экономический коллапс, возникший в 1929–1933 гг. и продолжавшийся до начала Второй мировой войны, был крупнейшим катаклизмом в финансовой истории XX в., дискредитировавшим всю рыночную экономику. Интерес к причинам и природе «Великой депрессии», возникшей в США и быстро распространившейся почти по всему миру, усилился после кризиса 2007–2009 гг. и начала «Великой рецессии» (Great Recession), как её всё чаще стали называть в последние годы.

Хотя иногда высказывается мнение, что депрессия, последовавшая после кризиса 1873 г., была не менее глубокой²⁵⁴, чем в 1930-е годы, всё-таки трудно не согласиться, что ни одна депрессия до того не была такой

²⁵⁰ Gueslin A. Banks and State in France from the 1889s to the 1930s: The Impossible Advance of the Banks / Gueslin A. // *Finances and Financiers in European History, 1880–1960* [ed. Y. Cassis]. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 78.

²⁵¹ White E. Banking and Finance in the Twentieth Century / E. White // *The Cambridge Economic History of the United States* [ed. S. L. Engermann.]. Vol. 3. The Twentieth Century. – Cambridge: Cambridge University Press, 2000. – P. 762.

²⁵² Collins M. Money and Banking in the UK: A History / M. Collins. – London: Routledge, 2012. – P. 215.

²⁵³ Bernanke B. The Macroeconomics of the Great Depression // *Essays on the Great Depression* / B. Bernanke. – Princeton, NJ: Princeton University Press, 2000. – P. 5.

²⁵⁴ Hsu S. Financial Crises, 1928 to the Present / S. Hsu. – Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2013. – P. 1, 17.

сильной и длительной, как «Великая депрессия» 1930-х годов. Более того, ни одна депрессия из бывших ранее не поставила в такой степени под сомнение основополагающие, ключевые принципы свободного рынка и рыночной экономики.

По словам современницы событий Айн Рэнд, «противники капитализма часто обвиняют его в грехах, единственной причиной которых является государственное вмешательство в экономику». В 1930-е годы многие утверждали, что «депрессии (феномен так называемого бизнес-цикла роста и спада) присущи свободному рынку, и что крах 1929 г. стал финальным доказательством несостоятельности нерегулируемой экономики и свободного рынка». Какова доля правды в этом утверждении? «Депрессия – это общенациональное снижение деловой активности – и соответствующее ему по масштабам падение стоимости основных активов. В природе свободной экономике нет ничего, что могло бы привести к подобным последствиям»²⁵⁵.

Поколебав сами основы капитализма и приведя к усилению в 1930-е годы вмешательства государства в экономику почти во всех странах²⁵⁶, «Великая депрессия» породила сложные интеллектуальные поиски новых принципов и путей развития рыночной экономики – от неолиберализма времен Belle Epoque и Pax Britannica к неоконсерватизму. Период неоконсерватизма оказался гораздо более длительным, чем предполагали творцы этой доктрины, закончившись только в 1960-е или даже 1970-е годы, когда идеи свободного рынка снова начали доминировать в мире.

Дискуссии о причинах и природе «Великой депрессии» начались давно, и единого мнения по этому вопросу до сих пор нет. «В Париже, в Нью-Йорке, в Брюсселе, в Берлине и на других биржах мира мы стоим перед кризисом, полный объём которого только подозревают и понимание

²⁵⁵ Рэнд А. Капитализм: незнакомый идеал / А. Рэнд. – М.: Альпина Паблишерз, 2011. – С. 93–94.

²⁵⁶ Новый период усиления государственного влияния в экономике и сфере финансов наступил с началом общей депрессии 1930-х годов. Когда весной и летом 1931 г. в Центральной Европе обанкротилось несколько крупнейших немецких и австрийских банков (в том числе венский Creditanstalt и немецкий Danatbank), правительства прибегали к таким мерам, как выкуп в собственность государства большей части акций кредитно-финансовых организаций, оказавшихся в критическом положении. Эти меры, а также государственный контроль над валютой и, при необходимости, временное закрытие банков смогли предотвратить дестабилизацию всей кредитной системы (Фишер В. Европа: экономика, общество и государство. 1914–1980 / В. Фишер. – М.: Владос, 1999. – С. 277).

которого повсюду отсутствует»²⁵⁷. Классическое представление о том, что спекулятивные ажиотажи и следующие за ними крахи являются следствием неустойчивости кредита, восходит ещё к идеям Альфреда Маршалла. Но парадокс был в том, что неустойчивость кредита начала понижаться как раз по мере приближения «Великой депрессии» 1930-х годов.

В течение длительного времени в США преобладало представление о природе «Великой депрессии», основанное на монетаристском подходе Милтона Фридмана и Анны Шварц. Суть этого объяснения сводилась к тому, что из-за ошибок в политике ФРС денежная масса вместо увеличения (для компенсации ослабления экономики) не только не росла, но даже начала уменьшаться, что и вызвало депрессию²⁵⁸. Питер Темин подверг критике этот подход, считая, что нет никаких доказательств того, что причиной депрессии стало уменьшение денежной массы в 1929–1931 гг.²⁵⁹ Снижение индустриального производства в 1929 г. началось за 4–5 месяцев до биржевого краха, и это снижение невозможно объяснить сокращением денежной массы, но оно явно отражало тот факт, что реальные возможности экономики всё более отставали от раздувавшегося спекулятивного пузыря на рынке ценных бумаг.

Марксистские авторы объясняли кризис перепроизводством. «Всюду говорят о дешёвых деньгах, об облегчении международного кредитного положения, но все забывают о хозяйственных явлениях, которые подводят к кризису и воздействие на которые, не говоря уже об излечении, не находится во власти даже столь могущественных мировых финансов... Все эти явления являются следствием перепроизводства»²⁶⁰.

В классическом описании финансового кризиса, данном в работах Хаймана Минского (долгое время остававшихся малоизвестными и привлечшими к себе внимание лишь после кризиса 2007–2009 гг., когда их популяризировал Чарльз Киндлбергер), кризис и депрессия являются естественными частями всякого бизнес-цикла и свойственны нестабильной природе финансовых рынков, для которых характерна, по его словам, «хрупкость» (financial fragility). С началом дестабилизации

²⁵⁷ Рубинштейн М. Мировой экономический кризис 1930 года / М. Рубинштейн. – М.: Государственное издательство, 1930. – С. 1.

²⁵⁸ Фридман М. Монетарная история Соединённых Штатов. 1887–1960 / М. Фридман, А. Шварц. – К.: Ваклер, 2007. – С. 332–339.

²⁵⁹ Temin P. Did Monetary Forces Cause the Great Depression? / P. Temin. – N.Y.: W. W. Norton, 1976.

²⁶⁰ Рубинштейн М. Мировой экономический кризис 1930 года / М. Рубинштейн. – М.: Государственное издательство, 1930. – С. 6.

рынка эта «хрупкость», иначе говоря волатильность рынка, быстро усиливается, начинается массовая продажа бумаг, что приводит к падению цен на них и со временем неизбежно порождает депрессию²⁶¹.

Многие экономисты вообще уклонялись от попыток объяснять природу депрессии 1930-х годов, оставляя этот смутный вопрос другим или ограничиваясь наполовину в шутку, наполовину всерьез общими рассуждениями о том, что депрессия стала неизбежной расплатой за предшествовавший период спекулятивного бума²⁶². Поэтому хотя о «Великом крахе» 1929 г. и «Великой депрессии» 1930-х написано множество книг, версий объяснения происходивших в то время событий на самом деле не так уж и много.

Бен Бернанке, председатель совета управляющих ФРС США (с февраля 2006 г.), считает, что сам по себе «монетарный шок» (monetary shock), вызванный крахом 1929 г., стал основным фактором в развитии последующей депрессии 1930-х годов, хотя этот шок не был единственной причиной «Великой депрессии». Однако денежный шок создал «дефляционную спираль», всё больше ограничивавшую экономические возможности, что повышало стоимость услуг финансовых посредников и делало кредит менее доступным²⁶³.

События 1929 г. в США во многом напоминают кризис 2007–2009 г., так же как «Великая депрессия» 1930-х годов напоминает «Великую рецессию» 2010-х, особенно в странах Европы. Хотя в 1929 г. спекулятивный пузырь был связан с рынком акций, а в 2007–2009 г. – с рынком ипотечных бумаг, общим в двух кризисах был рост доступности кредита, что ускорило возникновение спекулятивного пузыря.

Более глубокой и менее явной для современников причиной кризисов и 1929 г., и 2007–2009 гг. был глобальный дисбаланс финансовых ресурсов. В 2007–2009 гг. это был дисбаланс между США и странами Азии (прежде всего Китаем), сбережения из которых перекачивались в американскую

²⁶¹ Minsky H. A Theory of Systemic Fragility / H. Minsky // *Financial Crises: Institutes and Markets in a Fragile Environment* [Eds. E. Altman, A. Sametz]. – N. Y.: Wiley, 1977. – P. 138–152.

²⁶² McElvaine R. S. *The Great Depression/ America, 1929–1941* / R. S. McElvaine. – N. Y.: Three Rivers Press, 2009. – P. 25–27.

²⁶³ Bernanke B. The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach / B. Bernanke // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 1995. – Vol. 27. №1. – P. 1–28; Bernanke B. Nominal Wage Stickiness and Aggregate Supply in the Great Depression / B. Bernanke, K. Carey // *Quarterly Journal of Economics*. – 1996. – Vol. 111. №3. – P. 853–883.

экономику, создавая чрезмерное преобладание заёмных средств. А в 1929 г. – дисбаланс между США с массой свободных капиталов и чрезмерными запасами золота и странами Европы, где за счёт образовавшихся после Первой мировой войны долгов по американским кредитам дефицит финансовых ресурсов был постоянным. Чем больше усиливался этот дисбаланс, тем больше растущий американский рынок ценных бумаг откачивал остатки капиталов из Европы. А чем больше капиталов инвестировалось на рынке США (в том числе в стремительно растущие брокерские кредиты), тем больше ускорялся его рост и раздувался спекулятивный пузырь.

Сегодня уже очевидно, что депрессия 1930-х годов была вызвана несколькими последовательными финансовыми кризисами. Некоторые из них зарождались в США, некоторые в Европе, но эти последовательные кризисы подпитывали друг друга, все больше сталкивая мировую финансовую систему в усугубляющийся спад. Первый из этих кризисов был в немецкой экономике в 1928 г., второй – «Великий крах» 1929 г. в Нью-Йорке, затем началась банковская паника в США в конце 1930 г. и, наконец, кризис европейской финансовой системы летом 1931 г.

Сегодня общепринятая точка зрения о причинах «Великой депрессии» сводится к тому, что крах на рынке ценных бумаг в октябре 1929 г. вызвал рецессию, которая затем естественным образом переросла в «Великую депрессию», так как ФРС проводила неправильную политику и не обеспечила банковскую систему достаточным количеством ликвидных резервов. Если следовать логике такого подхода, то и банковского кризиса в начале 1930-х годов и «Великой депрессии» вполне можно было бы избежать, если бы политика ФРС была иной и в банковскую систему были бы произведены финансовые вливания.

Вероятно, ключевым обстоятельством в понимании природы «Великой депрессии» была тенденция к дефляции (за 1929–1931 гг. среднее для США, Великобритании, Франции и Германии падение цен достигло 20%). Франция пыталась сопротивляться этой тенденции – иногда более успешно, иногда менее, – но в целом именно дефляция стала основным фактором, сталкивающим мировую экономику в депрессию, принявшую наиболее тяжёлые формы в США и Германии.

Отсутствие решительных действий и согласованности между участниками мировых финансовых рынков стало одним из важнейших факторов в возникновении депрессии. В 1929 г. ФРС США не предприняла необходимых действий по снижению учётной ставки, позволив биржевому пузырю разрастаться до беспрецедентных размеров. В 1931–1933 гг. ФРС также не сделала ничего, чтобы спасти тысячи банков, после

чего кредит в США сократился на 40%. Во время кризиса европейских финансовых систем в 1931 г. из-за политических противоречий и конкуренции между основными странами Европы (Великобританией, Францией и Германией) их действия были несогласованными, и европейским банкам оставалось только объявлять дефолт по долгам.

Иногда среди причин депрессии называют политику Б. Стронга и его смерть в 1928 г., породившие цепную реакцию и кумулятивный эффект, или то обстоятельство, что значение Лондона как мирового финансового центра ослабевало, и двойное лидерство Великобритании и США создавало нестабильность из-за отсутствия единой власти на мировых финансовых рынках. Но основной причиной депрессии была, конечно, не деятельность Стронга и не соперничество Великобритании и США, а всеобщая дефляционная тенденция, так же как и попытки сохранить нежизнеспособный золотой стандарт. Эти попытки подпитывали дефляцию, а период доминирования дефляционных тенденций был слишком длительным, необратимо нарушив функционирование мировой экономической системы.

Нежизнеспособность системы золотого стандарта, на которой держалась вся мировая экономика и финансовая система эпохи «первой глобализации», была связана не столько с откатом глобализации, начавшимся после Первой мировой войны, сколько с совершенно другими обстоятельствами, неявными во времена «Великой депрессии». Как обычно бывает во время всякого спада, зарождались первые тенденции новой экономической системы, контуры которой стали очевидными в 1944 г. после Бреттон-Вудской конференции, когда основой для международных расчётов стал вместо золота доллар США. Капитал всё больше тяготел к виртуализации, к тому, чтобы быть именно финансовым капиталом, и его привязка к золоту стала никому не удобным архаическим пережитком.

Основной аргумент критиков роли золотого стандарта как причины «Великой депрессии» состоит в том, что в официальных американских финансовых документах того времени практически не упоминается о золотом стандарте, а конвертируемость валюты на золото имеет значение лишь тогда, когда есть спрос на финансовые ресурсы, и золота не хватает для обеспечения этого спроса. А когда снижается общий спрос на финансовые ресурсы, по сути уже не имеет значения, притекает ли золото в страну или утекает из неё²⁶⁴.

²⁶⁴ Eichengreen B. The Gold Standard and the Great Depression / B. Eichengreen, P. Temin // Contemporary European Nistory. – 2000. – Vol. 9. – №2. – P. 154.

Вряд ли можно согласиться с такими аргументами – если речь идёт о том, что распадающаяся глобальная система золотого стандарта дестабилизировала всю мировую финансовую систему, нарушив взаимные платежи, курсы валют и т. п., вопрос о том, упоминался ли золотой стандарт в официальных американских документах, уже не имеет никакого значения. К тому же дестабилизирующее влияние распадающейся системы золотого стандарта не было явным, в те годы мало кто осознавал это и было бы наивным ждать, чтобы об этом шла речь в официальных финансовых документах США.

Хотя до сих пор экономисты предполагали как нечто само собой разумеющееся, что существует лишь одна разновидность рецессии (и «Великая депрессия» была крайней формой обычной рецессии), Р. Ку считает, что существует по крайней мере два вида рецессии. Первый из них является обычной частью циклов подъёмов и спадов в рыночной экономике. При такой рецессии бизнес остаётся ориентированным на будущие перспективы, на ожидаемый подъём и приоритетной целью всё так же является максимизация прибыли. Второй вид рецессии связан с проблемами корпоративных балансов, а приоритеты компаний смещаются с максимизации прибыли на минимизацию задолженностей. С такой точки зрения причиной «Великой депрессии» было стремление корпораций избавиться от угрожающих их финансовой стабильности долгов даже в ущерб максимизации²⁶⁵.

О естественном росте интереса инвесторов к наличным деньгам и о массовом снятии банковских вкладов после краха 1929 г. и начала депрессии писали многие²⁶⁶, однако это не давало ответа на вопрос, поставленный Б. Бернанке: почему денежное предложение в 1929–1931 гг. вело себя столь странным образом, постоянно тяготея к сжатию²⁶⁷. Между тем наиболее простое объяснение, по мнению Р. Ку, состоит в том, что всеобщее стремление к погашению долгов, отягощающих и частных лиц, и стороны компании, подрывало и денежное предложение, и совокупный спрос, становясь ещё одной движущей силой «Великой депрессии».

²⁶⁵ Ку Р. Священный Грааль макроэкономики: уроки великой рецессии в Японии / Р. Ку. – М.: Мысль, 2014. – С. 119–120, 165–166.

²⁶⁶ Eichengreen B. Viewpoint: Understanding the Great Depression / B. Eichengreen // Canadian Journal of Economics. – 2004. – Vol. 37. – №1. – P. 13. – P. 1–27.

²⁶⁷ Bernanke B. Deflation and Monetary Contraction in Great Depression / B. Bernanke, I. Mihov // Essays on the Great Depression / Ed. by B. Bernanke. – Princeton: Princeton University Press, 2000. – P. 135.

«Великая депрессия» длилась до 1938 г., после чего в США и Великобритании началось восстановление экономики, но до начала Второй мировой войны, обеспечившей заказами промышленность, это восстановление было таким медленным и несущественным, что конец 1930-х можно назвать «депрессией без депрессии». Усилившаяся во время экономической депрессии 1930-х годов политическая напряжённость в Европе ещё больше возросла, что привело к началу Второй мировой войны. Она окончательно разрушила систему международных экономических и финансовых связей, сформировавшихся во время глобализации эпохи Pax Britannica.

Если в начале XX в., когда Британская империя пребывала в расцвете своего могущества, с ней было связано 350–400 млн человек на всех континентах, то теперь судьба империи была предопределена, и ко второй половине XX в. она почти полностью утратила своё былое значение. Начало новой финансовой эпохи было заложено в 1944 г. на Бреттон-Вудской конференции, на которой определились принципы работы послевоенной мировой финансовой системы.

А «Великая депрессия» 1930-х годов осталась в истории как время болезненного краха несбывшихся надежд, время крушения созданного британской волной глобализации «мира без границ» начала XX в., ставшего, по словам Стефана Цвейга, «вчерашним миром» – теперь уже «вчерашним» навсегда. Бежавший с женой в Бразилию Цвейг не мог вынести всего этого. Когда он закончил свою последнюю книгу «Вчерашний мир», а жена перепечатала её на машинке и отправила в издательство, на следующий день супруги покончили с собой, приняв большую дозу снотворного. Это было в далеком 1942 году в небольшом бразильском городе под названием Петрополис... Почти «Петроград».

История имеет свойство повторяться, экономические циклы подъёмов, спадов и новых подъёмов развиваются по спирали. Всякая экономическая депрессия, даже такая «Великая депрессия», как была в 1930-е годы, неизбежно сменяется новым взлётом, и для финансовой истории в периодах депрессии проблемы нет. Проблема жизни и судьбы отдельного человека, и даже целого поколения (не говоря о массовых банкротствах и разорениях) в том, что эти циклы бывают достаточно длительными. И до нового «мира без границ», созданного очередной волной глобализации в 1990-е годы, большинству людей тридцатых годов не суждено было дожить.

Литература

1. Блюх И. С. Будущая война в техническом, экономическом и политическом отношениях / И. С. Блюх. – СПб: Тип. И. А. Ефрона, 1898. – Т. 4. – 628 с.
2. Бродель Ф. Материальная цивилизация, экономика, капитализм XV–XVIII вв. В 3 т. Т. 1. Структуры повседневности: возможное и невозможное / Ф. Бродель. – М.: Прогресс. – 1986. – 622 с.
3. Вайль П. Гений места / П. Вайль. – М.: АСТ, CORPUS, 2013. – 448 с.
4. Гейст Ч. Р. История Уолл-стрит / Ч. Р. Гейст. – М.: Изд-во «Квартет-Пресс», 2001. – 480 с.
5. Гелбрейт Д. К. Великий крах 1929 года / Д. К. Гелбрейт. – Минск: Попурри, 2009. – 256 с.
6. Доктору Э. Рэгтайм / Э. Доктору. – royallib.ru/book/doktorou_edgar/regtaum.html.
7. Дос Пассос Д. Большие деньги / Д. Дос Пассос. – <http://librs.net/index.php?id=123965>.
8. Иванов Г. Распад атома / Г. Иванов. – Париж: Дом книги, 1938. – lib.ru/RUSSLIT/IWANOWG/raspad.txt.
9. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс. – М.: Эксмо, 2007. – 960 с.
10. Кембриджская экономическая история Европы Нового и Новейшего времени. В 2 т. Т. 2. 1870 – наши дни. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2013. – 624 с.
11. Киндлбергер Ч. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи / Ч. Киндлбергер, Р. Алибер. – СПб.: Питер, 2010. – 540 с.
12. Кори Л. Морганы. Династия крупнейших олигархов / Л. Кори. – М.: Центрполиграф, 2012. – 477 с.
13. Коэн У. Последние финансовые магнаты / У. Коэн. – К.: Companion Group, 2009. – 912 с.
14. Ку Р. Священный Грааль макроэкономики: уроки великой рецессии в Японии / Р. Ку. – М.: Мысль, 2014. – 434 с.
15. Льюис С. Бэббит / С. Льюис. – lib.aldebaran.ru/author/lyuis_sinkler/lyuis_sinkler_byebbit/.
16. Мокир Дж. Дары Афины. Исторические истоки экономики знаний / Дж. Мокир. – М.: Изд. Института Гайдара, 2012. – 408 с.
17. Нюрнбергский процесс. В 8 т. Т. 2. – М.: Политиздат, 1988. – С. 250–260.

18. Ротбард М. История денежного обращения и банковского дела в США. От колониального периода до Второй мировой войны / М. Ротбард. – Челябинск: Социум, 2005. – 548 с.
19. Рубини Н. Нуриэль Рубини: как я предсказал кризис: экстренный курс подготовки к будущим потрясениям / Н. Рубини, С. Мим. – М.: Эксмо, 2011. – 384 с.
20. Рубинштейн М. Мировой экономический кризис 1930 года / М. Рубинштейн. – М.–Л.: Государственное издательство, 1930. – 182 с.
21. Рузвельт Ф. Беседы у камина / Ф. Рузвельт. – ИТРК, 2013. – <http://www.e-reading.ws/book.php?book=90802>.
22. Рэнд А. Капитализм: незнакомый идеал / А. Рэнд. – М.: Альпина Паблишерз, 2011. – 422 с.
23. Синклер Э. Дельцы / Э. Синклер. – royallib.ru/book/sinkler_epton/deltsi.html.
24. Титов И. В. Год войны и народное хозяйство / И. В. Титов // Торгово-промышленный мир России. Иллюстрированный ежегодник. Литературно-экономический, финансовый, торгово-промышленный и статистический обзор. – Петроград: «Торгово-промышленный мир России», 1916. – Ч. 1. – С. 3–7.
25. Фергюсон Н. Восхождение денег / Н. Фергюсон. – М.: Астрель, 2010. – 431 с.
26. Фишер В. Европа: экономика, общество и государство. 1914–1980 / В. Фишер. – М.: Владос, 1999. – 368 с.
27. Фридман М. Монетарная история Соединенных Штатов. 1887–1960 / М. Фридман, А. Шварц. – К.: Ваклер, 2007. – 880 с.
28. Хикс Д. Теория экономической истории / Д. Хикс. – М.: НП «Журнал Вопросы Экономики», 2006. – 224 с.
29. Цвейг С. Вчерашний мир. Воспоминания европейца / С. Цвейг. – М.: Радуга, 1991. – http://www.belousenko.com/wr_Zweig.htm.
30. Черчилль У. Мировой кризис. Кн. 1 (1911–1914) / У. Черчилль. – www.on-island.net/History/Churchill/WorldCrisis/WWC_book_1.htm.
31. Черчилль У. История англоязычных народов. В. 4. Т. 4. / У. Черчилль. – Екатеринбург: Гонзо, 2012. – 432 с.
32. Шпенглер О. Закат Европы. Очерки морфологии мировой истории. Гештальт и действительность / О. Шпенглер. – М.: Мысль, 1998. – 663 с.
33. Шрёдер Э. Уоррен Баффет. Лучший инвестор мира / Э. Шрёдер. – М.: Изд-во «Манн, Иванов и Фербер», 2012. – 800 с.
34. Экономическая история мира: в 6 т. / Под общ. ред. М. В. Конотопова. – Т. 4. – М.: КноРус, 2008. – 384 с.

35. Эренбург И. Люди, годы, жизнь / И. Эренбург. – В 3 т. Т. 2. – М.: Текст, 2005. – 570 с.
36. A Black Account // *Financial Times*. – 1914. – 28 July.
37. Ahamed L. Lords of finance. 1929, the Great Depression, and the bankers who broke the world / L. Ahamed. – L.: Windmill Books – Random House, 2010. – 564 p.
38. Allen F. L. Only yesterday: an informal history of the 1920's / F. L. Allen. – New York: Harper, 1931. – 285 p.
39. Anderson B. M. Economics and the Public Welfare / B. M. Anderson. – N. Y.: Laissez Faire Books, 1949. – 602 p.
40. Andrieu C. La Banque sous l'occupation: Paradoxes de l'histoire d'une profession / C. Andrieu. – Paris: Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques, 1990. – 331 p.
41. Angell N. Europe's Optical Illusion / N. Angell. – London: Simpkin, Marshall, Hamilton, Kent, 1910 (reprint: – London: Nabu Press, 2010). – 126 p.
42. Angly E. Oh, Yeah? / E. Angly. – New York: Viking, 1931. – 64 p.
43. Animated Scenes at the Stock Exchanges // *The Globe*. – 1914. – 31 July.
44. Armaments: The Iron Master // *The Time*. – 1949. – January 24, Monday.
45. Atlantic Ports and the First Globalization, 1850–1930 / Ed. by M. S. Bosa. – N. Y.: Palgrave – Macmillan, 2014. – 203 p.
46. Augustine D. L. The Banker in German Society / D. L. Augustine // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 161–185.
47. Babson predicts crash in stocks // *The New York Times*. – 1929. – September 6. – P. 12.
48. Bairoch P. [ed.] Victoires et deboires. Histoire economique et sociale du mode du XVI siecle a nos jours / P. Bairoch. – 3 vols. Vol. 2 – Paris: Gallimard, 1997. – 662 p.
49. Baskin J. B. A History of Corporate Finance / J. B. Baskin, P. J. Miranti. – Cambridge: Cambridge University Press, 1997. – 350 p.
50. Bell C. Old Friends. Personal Recollections / C. Bell. – N. Y.: Harcourt Brace, 1957. – 199 p.
51. Bennet E. Germany And The Diplomacy Of The Financial Crisis, 1931 / E. Bennet. – Cambridge (Massachusetts): Harvard University Press, 1962. – 342 p.
52. Benston G. The Separation of Commercial and Investment Banking: The Glass-Steagal Act Revisited and Reconsidered / G. Benston. – N. Y.: Oxford University Press, 1990. – 263 p.
53. Berliners Calm in Money Crisis // *The New York Times*. – 1931. – July 17.

54. Bernanke B. The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach / B. Bernanke // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 1995. – Vol. 27. №1. – P. 1–28.
55. Bernanke B. Nominal Wage Stickiness and Aggregate Supply in the Great Depression / B. Bernanke, K. Carey // *Quarterly Journal of Economics*. – 1996. – Vol. 111. №3. – P. 853–883.
56. Bernanke B. [Ed.] *Essays on the Great Depression* / B. Bernanke. – Princeton, NJ.: Princeton University Press, 2000. – 310 p.
57. Bernanke B. Deflation and Monetary Contraction in Great Depression / B. Bernanke, I. Mihov // *Essays on the Great Depression* / Ed. by B. Bernanke. – Princeton: Princeton University Press, 2000. – P. 108–160.
58. Bonn M. *Wandering Scholar* / M. Bonn. – N. Y.: The John Day Co., 1948. – 403 p.
59. Bordo M. Was Expansionary Monetary Policy Feasible During the Great Contraction? An Examination of the Gold Standard Constraint / M. Bordo, E. Choudhuri, A. Schwartz // *Exploration in Economic History*. – 2002. – №39. – P. 1–28.
60. Boyle A. *Montagu Norman* / A. Boyle. – London: Cassel, 1967. – 349 p.
61. British Academy Forum Letter to her majesty the queen 22 July 2009. – <https://www.britac.ac.uk/events/archive/forum-economy.cfm>.
62. Brogan D. W. *France under the Republic: The development of modern France (1870–1939)* / D. W. Brogan. – N. Y.: Harper, 1940. – 744 p.
63. Brown B. *Monetary Chaos in Europe: The End of an Era* / B. Brown. – London: Croom Helm, 1988. – 302 p.
64. Brown W. B. *International Economics In the Age of Globalization* / W. B. Brown, J. S. Hogendorn – Toronto: University of Toronto Press, 2000. – 792 p.
65. Burgin A. *The Great Persuasion. Reinventing Free Markets since the Depression* / A. Burgin. – Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 2012. – 303 p.
66. Burk K. *Money and Power: the shift from Great Britain to the United States* / K. Burk // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 359–369.
67. Capie F. *Concentration in British Banking, 1870–1920* / F. Capie, G. Rodrick-Bali // *Business History*. – 1982. – Vol. 24. №. 3. – P. 280–292.
68. Capie F. *Disintegration of the International Economy Between the Wars* / F. Capie // *The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today* [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 140–164.
69. Carosso V. *Investment banking in America: A History* / V. Carosso. – Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1970. – 569 p.

70. Cassis Y. *City Bankers, 1890–1914* / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1994. – 350 p.
71. Cassis Y. *Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005* / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 2006. – 385 p.
72. Cassis Y. *Crises and Opportunities. The Shaping of Modern Finances* / Y. Cassis. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – 200 p.
73. Chandler L. V. *Benjamin Strong: Central Banker* / L. V. Chandler. – Washington, DC: Brookings Institute, 1958. – 495 p.
74. Chernow R. *House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of the Modern Finance* / R. Chernow. – N. Y.: Atlantic Monthly Press, 1990. – 812 p.
75. Chiswick B. *International Migration and the Integration of Labor Markets* / B. Chiswick, T. Hatton // *Globalization in Historical Perspective* [Ed. M. Bordo]. – Chicago: University of Chicago Press, 2007. – P. 65–120.
76. *City Gossip* // *Daily Graphic*. – 1914. – 1 August.
77. Clapham J. *The Bank of England: A History* / J. Clapham. 2 vols. Vol. 2. – Cambridge: Cambridge University Press, 1944. – 458 p.
78. Clebaner B. J. *American Commercial Banking: A History* / B. J. Clebaner. – Washington: Beard Books, 1990. – 296 p.
79. Cleveland H. *Citibank. 1812–1970* / H. Cleveland., T. Huertas. – Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1985. – 456 p.
80. Collins M. *Money and Banking in the UK: A History* / M. Collins. – London: Routledge, 2012. – 656 p.
81. Copper C. *Zwischen Marktwirtschaft und Dirigismus: Bankenpolitik im “Dritten Reich”, 1933–1939* / C. Copper. – Bonn: Bouvier Verlag, 1995 – 400 s.
82. Crafts N. *Depression and Recovery in the 1930s: An Overview* / N. Crafts, P. Fearon // *The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today* [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 1–44.
83. Crafts N. *The 1930s: Understanding the Lessons* / N. Crafts, P. Fearon // *The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today* [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 45–73.
84. Croce B. *On Liberty* / B. Croce // *Foreign Affairs*. – 1932, October. – P. 1–2.
85. Crouzet F. *Commerce exterieur et empire: L’Experience britannique du libre-exchange a la Premiere Guerre mondiale* / F. Crouzet // *Annales ESC*. – 1964. – Vol. 19/2. – P. 281–310.
86. *Crowd See Market History Made* // *The New York Times*. – 1929. – October 30.
87. Dana Noyes A. *The Market Place: reminiscences of a financial editor* / A. Dana Noyes A. – Boston: Little, Brown & Company, 1938. – 384 p.

88. Davis L. E. The Export of British Finance, 1965–1914 / L. E. Davis, R. A. Huttenback // Money, Finance and Empire, 1790–1960 [ed. by A. N. Porter, R. F. Holland]. – London: Routledge, 1985. – P. 28–76.
89. Davis L. E. Mammon and the Pursuit of Empire: The Political Economy of British Imperialism, 1860–1912 / L. E. Davis, R. A. Huttenback. – Cambridge: Cambridge University Press, 1988. – 408 p.
90. Daunton M. J. Finance and Politics: Comments / M. J. Daunton // Finance and Financiers in European History, 1880–1960 / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 283–290.
91. Douglas W. Democracy and Finance. The Addresses and Public Statements of W. O. Douglas as Member and Chairman of the Securities and Exchange Commission / W. Douglas. – New Haven, Conn.: Yale University Press, 1940. – 301 p.
92. Eichengreen B. Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression / B. Eichengreen. – N.Y.: Oxford University Press, 1992. – 480 p.
93. Eichengreen B. The Gold Standard and the Great Depression / B. Eichengreen, P. Temin // Contemporary European History. – 2000. – Vol. 9. – №2. – P. 183–207.
94. Eichengreen B. Viewpoint: Understanding the Great Depression / B. Eichengreen // Canadian Journal of Economics. – 2004. – Vol. 37. – №1. – P. 13. – P. 1–27.
95. Eichengreen B. Globalizing Capital. A History of the International Monetary System / B. Eichengreen. – Princeton: Princeton University Press, 2008. – 265 p.
96. Eichengreen B. Fetters of Gold and Paper / B. Eichengreen, P. Temin // The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 429–448.
97. Evans R. The Third Reich in power, 1933–1939 / R. Evans. – N. Y.: Penguin Press, 2005. – 941 p.
98. Feinstein C. National Income, Expenditure and Output of the United Kingdom, 1855–1965 / C. Feinstein. – Cambridge: Cambridge University Press, 1972. – 251 p.
99. Feinstein C. Private International Capital Flows in Europe in the Interwar Period / C. Feinstein, K. Watson // Banking, Currency and Finance in Europe between the Wars / Ed. Feinstein C. – Oxford: Clarendon Press, 1995. – 536 p.
100. Ferguson N. Paper & Iron. Hamburg Business and German Politics in the Era of Inflation, 1897–1927 / N. Ferguson. – L.: Cambridge University Press, 1995. – 539 p.
101. Ferguson N. The Pity of War / N. Ferguson. – L.: Penguin Press, 1998. – 563 p.

102. Ferguson N. The House of Rothschild: World's Banker, 1849–1999 / N. Ferguson. – N. Y.: Viking Penguin, 1999. – 1309 p.
103. Ferguson N. The Ascent of Money. A Financial History of the World / N. Ferguson. – N. Y.: The Penguin Press, 2008. – 411 p.
104. Ferguson N. High Financier. The Lives and Time of Siegmund Warburg / N. Ferguson. – N. Y.: Penguin Press, 2010. – 548 p.
105. Fergusson A. When Money Dies. The Nightmare of Deficit Spending, Devaluation and Hyperinflation in Weimar Germany / A. Fergusson. – N. Y.: Public Affairs, 2010. – 269 p.
106. Financial Markets: Last Week Reactions in Stocks and the Talk of the Future Crash // The New York Times. – September 9, 1929.
107. Financial Situation at Home at Abroad // The Economist. – 1914. – 1 August.
108. Financiers Ease Tension // The New York Times. – 1929. – October 29.
109. Fisher Sees Stocks Permanently High // The New York Times. – 1929. – October 16.
110. Fisher View is Opposite, Declares No Big Recession in Market Is Due, Because inventions Are Adding to Wealth // The New York Times. – 1929. – September 6.
111. Flandreau M. Central Bank Cooperation in Historical Perspective: A Sceptical View / M. Flandreau // Economic History Review. – 1997. – Vol. 50. – №4. – P. 735–763.
112. France – War Panic and the Bourse-Close of the Coullisse // The Economist. – 1914. – 1 August.
113. French War Finances // The Economist. – 1917. – 4 August.
114. Fromm B. Blood and Banquets: A Berlin Social Diary / B. Fromm. – N. Y.: Harper & Brothers, 1942. – 332 p.
115. Fuller R. L. Phantoms of Fear. The Banking Panic of 1933 / R. L. Fuller. – Jefferson (North Carolina) and London: McFarland Publishers, 2012. – 279 p.
116. Geisst C. Visionary capitalism: financial markets and the American dream in the twentieth century / C. Geisst. – N. Y.: Praeger, 1990. – 191 p.
117. Gilbert C. Mirrors of Wall Street / C. Gilbert. – N. Y.: Putnam, 1933. – 268 p.
118. Glass C. An Adventure in Constructive Finance / C. Glass. – N. Y.: Doubleday, 1927. – 423 p.
119. Glass-Steagall Act. – http://en.wikipedia.org/wiki/Glass-Steagall_Act.
120. Globalization in Historical Perspective [Ed. M. Bordo]. – Chicago: University of Chicago Press, 2007. – 588 p.
121. Gold and Exchange Shifted fast in 1931 // The New York Times. – 1931. – December 31.
122. Gooch J. P. The Lessons of 1914–1918 / J. P. Gooch // Current History. – 1934, August. – P. 510–525.

123. Gordon T. *The Day the Bubble Burst: a social history of the Wall Street crash of 1929* / T. Gordon, M. Morgan-Witts. – N. Y.: Penguin Books, 1980. – 484 p.
124. Gordon M. *Voluptuous panic: the erotic world of Weimar Berlin* / M. Gordon. – Los Angeles: Feral House, 2006. – 308 p.
125. Gueslin A. *Banks and State in France* / A. Gueslin // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 51–91.
126. Guinnane T. W. *German Debt in the Twentieth Century* / T. W. Guinnane // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 327–358.
127. Hallinan C. T. *American Investments in Europe* / C. T. Hallinan. – L.: Europe Pub. Co. Ltd., 1927. – 89 p.
128. Harr J. *The Rockefeller Century* / J. Harr, P. Johnson. – N. Y.: Charles Scribner Sons, 1988. – 621 p.
129. Hassall C. *Edward Marsh, Patron of the Arts, a Biography* by Christopher Hassall / C. Hassal. – N. Y. Longmans, 1959 – 732 p.
130. Helfferich K. *Das Geld* / K. Helfferich. – Berlin: C. L. Hirschfeld, 1903 – 590 s.
131. *Hitler Unites Ranks of the Old Germany to War on Bruning* // *The New York Times*. – 1931. – October 12.
132. Hof P. *Kurswechsel an der Börse Kapitalmarktpolitik unter Hitler und Mussolini. Wertpapierhandel im deutschen Nationalsozialismus (1933–1945) und im italienischen Faschismus (1922–1945)* / P. Hof. – München: Martin Meidenbauer Verlagsbuchhandlung, 2008. – 480 s.
133. Hoover H. *American Individualism* / H. Hoover. – N. Y.: Doubleday, Page & Company, 1922. – 72 p.
134. Hoover H. *The Challenge to Liberty* / H. Hoover. – N.Y.: Charles Scribner's sons, 1934. – 212 p.
135. Hoover H. *The Memoirs of Herbert Hoover: The Great Depression, 1929–1941* / H. Hoover. – New York: Macmillan. 1952. – 507 p.
136. Howe Q. *World diary: 1929–1934* / Q. Howe. – N. Y.: R. M. McBride & company, 1934. – 393 p.
137. Hsu S. *Financial Crises, 1928 to the Present* / S. Hsu. – Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2013. – 178 p.
138. Huddlestone S. *Personalities and the Politics in France* / S. Huddlestone // *Atlantic Monthly*. – 1925. – January. – P. 111–121.
139. *Il y a 500 000 Etrangers a Paris* // *Le Journal*. – 1925. – February 2.

140. Investment Trusts and Investment Companies. Part 1. Report of the Securities and Exchange Commission. – Washington, 1939. – P. 36. – <http://www.jstor.org/pss/1117833>.
141. James H. The End of Globalization. Lesson from the Great Depression / H. James. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 2002. – 260 p.
142. James H. Europe reborn: a history, 1914–2000 / H. James. – N. Y.: Longman, 2003. – 492 p.
143. Jones J. Fifty Billion Dollars: My Thirteen Years with the RFC, 1932–1945 / J. Jones, E. Angly. – N.Y.: McMillan, 1951. – 651 p.
144. Jones T. A Diary with Letters, 1931–1950, – Oxford: Oxford University Press, London, 1954. – 582 p.
145. Josephson M. The Money Lords: The Great Finance Capitalists, 1925–1950 / M. Josephson. – N. Y.: Weybright and Talley, 1972. – 374 p.
146. Kaufman B. Efficiency and Expansion: Foreign Trade Organization in the Wilson administration / B. Kaufman. – Westport (Conn.): Greenwood Press, 1974. – 300 p.
147. Kennedy S. The Banking Crisis of 1933 / S. Kennedy. – Kentucky: University Press of Kentucky, 1973. – 270 p.
148. Keynes J. M. Advice to Trustee Investors / J. M. Keynes // Collected Writings of John Maynard Keynes. – Vol. XIX. – L.: Macmillan, 1981. – P. 202–206.
149. Keynes J. M. A British View to the Wall Street slump / J. M. Keynes // New York Evening Post. – 1929. – October 25.
150. Keynes J. M. An Economic Analysis of Unemployment (Harris Lectures, 1931) / J. M. Keynes // The collected writings of John Maynard Keynes. Vol 13. – L.: Macmillan, 1973 – P. 349–351.
151. Keynes J. M. Foreign Investment and National Advantage / J. M. Keynes // Collected Writings of John Maynard Keynes. – Vol. XIX. – L.: Macmillan, 1981. – P. 275–284.
152. Keynes J. M. The Economic Consequences of Peace / Keynes J. M. – Los Angeles, Indo-European Publishing, 2010. – 146 p.
153. Keynes J. M. The Progress of the Dawes Scheme / J. M. Keynes // Collected Writings. – Vol. XVIII. – L.: Macmillan, 1978. – P. 275–287.
154. Keynes J. M. Tract on monetary Reform / J. M. Keynes // Collected Writings. – Vol. 4. – L.: Macmillan, 1981. – P. XVI–XVII.
155. Keynes J. M. War and the Financial System / J. M. Keynes // Economic Journal. – 1914. – Vol. 24. №. 95. – P. 460–486.
156. Kiddy A. US Market Slump Intensifies British Trade Recession / A. Kiddy // New York Evening Post. Financial and Business Survey. – 1931. – January 2. – P. 38.

157. Kindleberger C. *The World in Depression, 1929–1939* / C. Kindleberger. – Berkeley: University of California Press, 1986. – 355 p.
158. Klein E. *Road to Disaster* / E. Klein. – L.: Allen and Unwin, 1940. – 333 p.
159. Klingaman W. K. *1929: the year of the great crash*. – N. Y. Harper & Row, 1989. – 393 p.
160. Kopper C. *Hjalmar Schacht: Aufstieg und Fall von Hitlers mächtigstem Bankier* / C. Kopper. – Munich–Berlin: Hanser, 2006. – 432 p.
161. Kynaston D. *The City of London. 2 vols. Vol. 2. Golden Years. 1890–1914* / D. Kynaston. – London: Chatto and Windus, 1995. – 678 p.
162. Kynaston D. *The City of London. Vol. 3. Illusions of gold, 1914–1945* / D. Kynaston. – L: Chatto & Windus, 2001. – 678 p.
163. Lamont E. M. *The ambassador from Wall Street: the story of Thomas W. Lamont, J. P. Morgan's chief executive: a biography* / E. M. Lamont. – N. Y.: Madison Books, 1994. – 564 p.
164. Lamont Thomas William // *Current biography*, 1940. – P. 476.
165. Large D. *Berlin* / D. Large. – N.Y.: Basic Books, 2000. – 736 p.
166. Lawrence J. S. *Wall Street and Washington* / J. S. Lawrence. – Princeton: Princeton University Press, 1929. – 466 p.
167. Lefevre E. *Reminiscences of a Stock Operator (1923)* / E. Lefevre. – N. Y.: John Wiley & Sons, 2012. – 160 p.
168. Lefevre E. *The Little Fellow in Wall Street* / E. Lefevre // *The Saturday Evening Post*. – 1930. – January 4.
169. Lefevre E. *When It is Safe to Invest?* / E. Lefevre // *Saturday Evening Post*. – 1932. – August 6.
170. Logan S. A. *George F. Baker and His Bank, 1840–1955: a double biography* / S. A. Logan. – N. Y.: S. A. Logan (Privately publishing), 1981. – 472 p.
171. *London Disturbed by Continued Fall* // *The New York Times*. – 1929. – October 30.
172. Lowenfeld H. *Investment practically considered* / H. Lowenfeld. – London: The Financial review of reviews, 1909. – 432 p.
173. Lowenfeld H. *The Investment of Trust Funds in the Safest and Most Productive* / H. Lowenfeld. – London, 1911 (reprint – Nabu Press, 2012). – 106 p.
174. Lynch D. *The Concentration of Economic Power* / D. Lynch. – N.Y.: Columbia University Press, 1946. – 423 p.
175. Maddison A. *Dynamic Forces in the Capitalist Development* / A. Maddison. – Oxford: Oxford University Press, 1991. – 333 p.
176. *Markets and the Crisis: Consols Comparatively Steady* // *Financial Times*. – 1914. – 29 July.

177. Markets and the Crisis: Selling Centralised on London // *Financial Times*. – 1914. – 29 July.
178. Mason A. T. Brandeis: A Free Man's Life / A. T. Mason. – N. Y.: Viking, 1946. – 713 p.
179. McDonald F. Insull: The Rise and Fall of a Billionaire Utility Tycoon / F. McDonald. – Chicago: University of Chicago Press, 1962. (Beard Book, 2004). – 400 p.
180. McElvaine R. S. The Great Depression America, 1929–1941 / R. S. McElvaine. – N. Y.: Three Rivers Press, 2009. – 402 p.
181. McMullen F. D. Army of Woman, who Watch the Ticker, Queen Nefertiti / F. D. McMullen // *The New York Times*. – 1929. – March 31.
182. McNeil W. American Money and the Weimar Republic: Economics and Politics on the Eve of the Great Depression / W. McNeil. – N. Y.: Columbia University Press, 1986. – 352 p.
183. Michie R. The London Stock Exchange / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2004. – 682 p.
184. Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – 395 p.
185. Minsky H. A Theory of Systemic Fragility / H. Minsky // *Financial Crises: Institutes and Markets in a Fragile Environment* [Eds. E. Altman, A. Sametz]. – N. Y.: Wiley, 1977. – P. 138–152.
186. Mitchell W. C. Business Cycles and Unemployment: Report and Recommendations of a Committee of the President's Conference on Unemployment, Including an Investigation Made Under the Auspices of the National Bureau of Economic Research / W. C. Mitchell. – New York: McGraw-Hill, 1923. – 405 p.
187. Mitchener K. Blood and Treasure: Exiting the Great Depression and Lessons for Today / K. Mitchener, J. Mason // *The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today* [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 395–428.
188. Mokyr J. The Enlightened Economy. An Economic History of Britain 1700–1850 / J. Mokyr. – New Haven: Yale University Press, 2009. – 564 p.
189. Moley R. After Seven Years / R. Moley. – N. Y.: Harper and Brothers, 1939. – 446 p.
190. Moreau E. The golden franc: memoirs of a governor of the Bank of France: the stabilization of the franc (1926–1928) / E. Moreau. – Boulder: Westview Press, 1991 – 574 p.
191. Morgan E. V. Studies in British Financial Policy, 1914–15 / E. V. Morgan. – L.: Macmillan, 1952. – 388 p.

192. No Panic // *Daily Mirror*. – 1914. – 1 August.
193. Noble H. G. S. *The New York Stock Exchange in the Crisis of 1914* / H. G. S. Noble. – N. Y.: The Country life press, 1915. – 89 p.
194. Obstfeld M. *Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870–1913 versus 1925–1931* / M. Obstfeld, A. Taylor // *Economic Journal*. – 2003. – №13. – P. 241–275.
195. Parker S. *The Great Crash. How the Stock Market Crash of 1929 Plunged the World into Depression* / S. Parker. – L.: Piatkus, 2008. – 310 p.
196. Parrish M. *Anxious Decades / M. Parrish. America in Prosperity and Depression, 1920–1941* / M. Parrish. – N. Y.: W. W. Norton, 1992. – 529 p.
197. Pecora F. *Wall Street Under Oath: The Story of Our Modern Money Changers* / F. Pecora. – N.Y.: Simon and Schuster, 1939. – 311 p.
198. Pusey M. *Eugene Meyer* / M. Pusey. – N. Y.: Alfred A. Knopf, 1974. – 397 p.
199. Rajan R. *The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century* / R. Rajan, L. Zingales // *Journal of Financial Economics*. – 2003. – Vol. 69. – <http://www.seyan.info/files/the%20great%20reversals.pdf>.
200. Ritschl A. *Reparations, Deficit and Debt Default: The Great Depression in Germany* // *The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today* [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 110–139.
201. Robbins L. *The Great Depression* / L. Robbins. – New York: Macmillan, 1934 (Transaction Publishers, 2009). – 238 p.
202. Roberts R. *Scroders: Merchant & Bankers* / R. Roberts. – London: Macmillan, 1992. – 616 p.
203. Roberts R. *Saving the City. The Great Financial Crisis of 1914* / R. Roberts. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – 301 p.
204. Roose K. *Was the Great Gatsby Broke?* / K. Roose. – <http://nymag.com/daily/intelligencer/2013/05/was-the-great-gatsby-broke.html>.
205. Rothbard M. *America's Great Depression* / M. Rothbard. – Auburn (Alabama): Ludwig von Mises Institute, 1972. – 361 p.
206. Rothbard M. *The Federal Reserve as a Cartelization Device: The Early Years, 1913–1930* / M. Rothbard // *Money in Crisis* [Ed. B. Siegel]. – San Francisco: Pacific Institute for Public Policy, 1984. – P. 93–117.
207. Rowe D. *The Tragedy of Liberalism: How Globalization Caused the First World War* / D. Rowe // *Security Studies*. – 2005. – Vol. 14. №3. – P. 1–41.
208. Sayers R. S. *The Bank of England 1891–1944* / R. S. Sayers. – Cambridge: Cambridge University Press, 1976. – 680 p.
209. Schacht H. *My First Seventy-six Years: Autobiography* / H. Schacht. – London: Wingate, 1955. – 552 p.

210. Schacht Blames reparations for World Slump: Holds Moratorium for Germany Inevitable // *The New York Times*. – 1930. – November 22.
211. Schacht Arraigns Capitalist Greed // *The New York Times*. – 1931. – July 11.
212. Schacht Here, Seems warning in Fascism // *The New York Times*. – 1930. – October 3.
213. SEC Expels Meehan on Rigging Charge; First Action of Its Kind Taken by Federal Agency Under Securities Act of 1934 // *The New York Times*. – 1937. – 3 August.
214. Seligman J. *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance* / J. Seligman. – Boston: Houghton Mifflin, 1982. – 772 p.
215. Shades of Smoot-Hawley // *Time*. – 1985. – October 7. – www.time.com/time/magazine/article/0,9171,960038,00.html.
216. Shut the Stock Exchange // *Financial News*. – 1914. – 29 July.
217. Scenes in “The Street” // *Evening News*. – 1914. – 31 July.
218. Schlesinger A. *The Age of Roosevelt: The crisis of the old order, 1919–1933* / A. Schlesinger. – Boston: Houghton Mifflin, 1957. – 749 p.
219. Schlezinger A. M. *The Age of Roosevelt: The Coming of the New Deal* / Schlezinger A. M. – Boston: Houghton Mifflin & Co, 1988. – 669 p.
220. Schubert A. *The Credit-Anstalt Crisis of 1931* / A. Schubert. – L.: Cambridge University Press, 1991. – 205 p.
221. Schuker S. *The End of French Predominance in Europe: The Financial Crisis of 1924 and the Adoption of the Dawes Plan* / S. Schuker. – Chapel Hill, NC: University of North Carolina Press, 1976. – 476 p.
222. Schumpeter J. A. *The Instability of Capitalism* / J. A. Schumpeter // *Economic Journal*. 1928. – Vol. 38. – P. 361–386.
223. Schwabe W. S. *Effect of War on Stock Exchange Transactions. A Short Treatise on the Emergency Legislation, Together with the Statutes and Proclamations, and the Resolutions, Rules, and Notices of the Stock Exchange Committee* / W. S. Schwabe, P. Guedalla. – L.: E. Wilson, 1915. – 133 p.
224. Scott I. O. *Government Securities Market* / I. O. Scott. – N. Y.: McGraw-Hill, 1965. – 239 p.
225. *Securities Act Of 1933*. – <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>.
226. *Securities Exchange Act Of 1934*. – <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.
227. Shirer W. L. *The Collapse of the Third Republic: An Inquiry Into the Fall of France in 1940* / W. L. Shirer. – N. Y. Simon & Shuster, 1969. – 1082 p.
228. Shirer W. *The Rise and Fall of the Third Reich: A History of Nazi Germany* / W. Shirer. – N. Y.: Simon & Schuster, 1990. – 1249 p.

229. Shirer W. Berlin Diary: The Journal of a Foreign Correspondent, 1934–1941 / W. Shirer. – N. Y. Johns Hopkins University Press, 2002 – 648 p.
230. Smiley G. Rethinking the Great Depression / G. Smiley. – Chicago: Ivan R. Dee, 2002. – 179 p.
231. Smith E. L. Common Stocks as Long Term Investments / Smith E. L. – N. Y.: Kessinger Publishing, 2003. – 136 p.
232. Smith M. A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. – Chicago: University of Chicago Press, 2004. – 344 p.
233. Sobel R. The great bull market: Wall Street in the 1920s / R. Sobel. – N. Y.: Norton, 1968 – 175 p.
234. Sobel R. Panic on Wall Street: A History of America's Financial Disasters / R. Sobel. – N. Y.: Beard Books, 1999 – 469 p.
235. Sobel R. The Curbstone Brokers: The Origins of the American Stock Exchange / R. Sobel. – Washington, D.C.: BeardBooks, 2000. – 196 p.
236. Sobel R. AMEX: A History of the American Stock Exchange, 1921–1971 / R. Sobel. – Washington, D.C.: BeardBooks. – 382 p.
237. Spicer E. E. The Money Market in Relation to Trade and Commerce / E. E. Spicer. – L.: H. F. Lynch & Co., Ltd., 1924. – 248 p.
238. Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – 559 p.
239. Stock Exchange Practices. Hearings before the Committee on Banking and Currency Pursuant to Senate Resolution 84 and S.Res. 56 and S.Res. 97.: 1932–1934. – Washington, D.C., 1934. – <http://fraser.stlouisfed.org/publications/sensep/>.
240. Stock Exchange Values // Financial Times. – 1914. – 27 August.
241. Sykes J. The Amalgamation Movement in English Banking, 1825–1924 / J. Sykes. – L.: P. S. King & son, Limited, 1926. – 231 p.
242. Taylor A. J. P. English History 1914–1945 / A. J. P. Taylor. – Oxford University Press, 2001. – 719 p.
243. Temin P. The Beginning of the Depression in Germany / P. Temin // Economic History Review. – 1971. – №24. – P. 240–248.
244. Temin P. Did Monetary Forces Cause the Great Depression? / P. Temin. – N. Y.: W. W. Norton, 1976. – 201 p.
245. Temin P. Lessons from the Great Depression / The Lionel Robbins Lectures for 1989 / P. Temin. – Cambridge, MA: The MIT Press, 1991. – 193 p.
246. The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – 459 p.

247. The Loan Positions of the Stock Exchange // *The Economist*. – 1914. – 19 October.
248. The Scenes in the City // *Manchester Guardian*. – 1914. – 1 August.
249. Tooze A. *The Wages of Destruction: The Making and Breaking of the Nazi Economy* / A. Tooze. – N. Y.: Penguin Group, 2008. – 848 p.
250. Toynbee A. *Survey of international affairs, 1931* / A. Toynbee. – L.: Royal Institute of International Affairs, 1932. – 554 p.
251. Truman H. *Memoirs* / H. Truman. – 2 vols. V. 2. *Years of Trial and Hope*. – N. Y.: Doubleday, 1956. – 590 p.
252. Twain M. *The Chicago of Europe: And Other Tales of Foreign Travel* / M. Twain. – N. Y.: Sterling Publishing Company, Inc., 2009 – 419 p.
253. U.S. Department of Commerce. *Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1957*. – Washington, DC: U.S. Department of Commerce, 1961. – 789 p.
254. U.S. Department of Commerce. *Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1970*. – Washington, DC: U.S. Department of Commerce, 1975. – 1232 p.
255. Veblen T. *The theory of the leisure class: an economic study of institutions* / T. Veblen. – N. Y.: B.W. Huebsch, 1912. – 404 p.
256. Voth H. J. Did High Wages of High Interest Rates Bring Down Weimar Republic. *Cointegration Model of Investment in Germany, 1925–1930* / H. J. Voth // *Journal of Economic History*. – 1995. – № 55. – P. 801–821.
257. Voth H. J. With a Bang not a Whimper: Pricking Germany's Stock Market Bubble in 1927 and the Slide into Depression / H. J. Voth // *Journal of Economic History*. – 2005. – №63. – P. 65–99.
258. Wamsley W. F. The Magnet of Dancing Stock Prices / W. F. Wamsley // *The New York Times*. – 1929. – March 24.
259. Warburg Assails Federal Reserve // *The New York Times*. – 1929. – March 8.
260. Warburg J. *Long Road Home: The Autobiography of a Maverick* / Warburg J. – Garden City: Doubleday, 1964. – 314 p.
261. Weber E. *France: Fin de Siècle* / E. Weber. – Harvard: Harvard University Press, 1986. – 294 p.
262. Western D. L. *Booms, Bubbles and Busts in US Stock Markets* / D. L. Western. – L.: Routledge, 2004. – 237 p.
263. White E. *Banking and Finance in the Twentieth Century* / E. White // *The Cambridge Economic History of the United States* [ed. S. L. Engermann.]. Vol. 3. *The Twentieth Century*. – Cambridge: Cambridge University Press, 2000. – P. 743–802.

264. White E. Anticipating the stock market crash of 1929: The view from the floor of the stock exchange / E. White // *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present* / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 294–318.
265. Wigmore B. *The Crash and Its Aftermath: A history of Securities Markets in the United States, 1929–1933* / B. Wigmore. – Westport, Conn.: Greenwood Press, 1985. – 731 p.
266. Williams D. London and the 1931 Financial Crisis / D. Williams // *Economic History Review*. – 1963. – Volume 15, Issue 3. – P. 513–528.
267. Wolf N. Europe's Great Depression: Coordination Failure after the First World War / N. Wolf // *The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today* [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 74–109.
268. Wueschner. S. A. *Charting Twentieth-Century Monetary Policy: Herbert Hoover and Benjamin Strong, 1917-1927* / S. A. Wueschner. – Westport, CT: Greenwood Publishing Group, 1999. – 178 p.

