

Обзорная статья  
УДК 336.11  
DOI: 10.21209/2227-9245-2023-29-3-143-155

## Анализ нестабильности в трудах Дж. М. Кейнса

**Владимир Юрьевич Абгалдаев<sup>1</sup>, Ольга Андреевна Осодоева<sup>2</sup>,  
Владимир Евгеньевич Сактоев<sup>3</sup>**

<sup>1,2,3</sup>Восточно-Сибирский государственный университет технологий и управления,  
г. Улан-Удэ, Россия

<sup>1</sup>ecagent@mail.ru; <https://orcid.org/0000-0003-0947-730X>,

<sup>2</sup>osodoeva\_olga@mail.ru, <sup>3</sup>Saktoev\_ve@mail.ru

### Информация о статье

Статья поступила  
в редакцию 19.06.2023

Одобрена после  
рецензирования 29.08.2023

Принята к публикации  
01.09.2023

### Ключевые слова:

нестабильность,  
финансовый кризис, кредит,  
инвестиции, финансовая  
активность, промышленная  
рынок, крах, США,  
ликвидность

В данной статье изучаются причины нестабильности в исследованиях Дж. М. Кейнса, приведшие в США к краху фондового рынка в 1929 г. Установлено, что благоприятной макроэкономической средой для нестабильности как атрибута рыночной экономики являются институциональные изменения в денежной и финансовой сферах. Выявлено, что Кейнс при проведении макроэкономического анализа нестабильности следовал банковской традиции, за основу которой он брал банковский кредит. Однако новизна его анализа заключалась во взаимосвязи инвестиций с прибылью и использовании кредита в финансовых операциях, что дало авторам статьи возможность понять причины финансового кризиса. Кроме того, определено, что источником нестабильности является изменение ожиданий инвесторов, его влияние на денежное предложение со стороны банков предпринимателям с целью удовлетворения их инвестиционного спроса с использованием банковского кредита. Установлено, что при таких условиях возникает эффект вытеснения промышленного оборота финансовым обращением, что приводит к кризису. Вместе с тем было уточнено, что у истоков «кейнсианской революции» стоял «Трактат», с помощью которого потребовалась разработка новых фундаментальных подходов для понимания причин депрессии. Кейнс выявил взаимодействие промышленного оборота с финансовым обращением, что позволило государственным органам власти прибегнуть к новым практикам управления экономикой страны, что является крайне актуальным для экономики современной России. Проведённый анализ нестабильности экономической и политической конъюнктуры, которую монетарные власти не в состоянии контролировать, что способствует росту финансовых спекуляций на финансовом рынке, ускорению процесса дефляции и массовой безработицы.

**Благодарность:** Статья публикуется по гранту «Молодые учёные ВСГУТУ-2023».

### Review article

## Instability Analysis in J. M. Keynes's Works

**Vladimir Yu. Abgaldaev<sup>1</sup>, Olga A. Osodoeva<sup>2</sup>, Vladimir E. Saktoev<sup>3</sup>**

<sup>1,2,3</sup>East Siberia State University of Technology and Management, Ulan-Ude, Russia

<sup>1</sup>ecagent@mail.ru; <https://orcid.org/0000-0003-0947-730X>,

<sup>2</sup>osodoeva\_olga@mail.ru, <sup>3</sup>Saktoev\_ve@mail.ru

### Information about the article

Received 19 June, 2023

Approved after review  
29 August, 2023

Accepted for publication  
1 September, 2023

The authors examine the works of J. M. Keynes, where the instability causes led to the stock market crash in the USA in 1929 are studied. It was found that the institutional changes in the monetary and financial spheres were the favorable instability macroeconomic environment as a market economy attribute. It is revealed that Keynes, while conducting the instability macroeconomic analysis, followed to the banking tradition, taking the bank loan for the basis. However, the novelty of his analysis is the investment relationship with profit and credit usage in financial transactions that gave the opportunity to understand the financial crisis causes. In addition, it is determined that the investor expectations' changes, its impact on banks money supply the entrepreneurs in order to meet their investment demand using a bank loan is the instability source. Thus, Keynes has found that in such conditions there is an

**Keywords:**

*instability, financial crisis, credit, investments, financial activity, industrial activity, stock market, crash, USA, liquidity*

effect of industrial turnover displacement by financial circulation, which has led to crisis. At the same time it is clarified that the "Treatise" is the origin of the "Keynesian revolution", that has raised the necessity to develop new fundamental approaches for the depression causes understanding. Keynes has revealed the interaction of industrial turnover with financial circulation that allowed state authorities to resort to new practices in country economy management that is very actual for Russian contemporary economy. The analysis of instability allows to conclude that the financial crisis arises from the economic and political environment deterioration, where the monetary authorities are unable to control, that contributes to the growth of financial speculation in the financial market, the acceleration of the deflation process and mass unemployment.

**Acknowledgment:** *The article is published under the grant "Young scientists of ESSUTM-2023".*

**Введение.** Исследование макроэкономической нестабильности остаётся одним из основных направлений современной экономической науки. Знание источников и понимание причин нестабильности является важнейшим условием разработки государственной экономической политики, формирования институтов регулирования экономических процессов. Более того, проблема экономической нестабильности затрагивает не только отдельные промышленно развитые страны, но и всю мировую экономику. Одной из характерных черт нестабильности является отсутствие согласованности и взаимодействия институтов развития экономического роста. С учётом того, что нестабильность затрагивает все аспекты экономического развития национальной и мировой экономики, большое внимание необходимо уделить нестабильности на финансовых рынках, так как именно на финансовых рынках сосредоточена огромная часть финансовых активов. В связи с этим исследование финансовой нестабильности необходимо рассматривать также посредством изучения банковского сектора.

В данной статье исследуются причины возникновения нестабильности и биржевого краха 1929 г. в США, библиографическими источниками которого являются труды Дж. М. Кейнса [1–3; 5–7]. Выявлено, что на нестабильность того времени повлиял так называемый эффект «вытеснения» промышленной активности финансовой активностью. Кроме того, в статье изучаются причины конкуренции между промышленностью и финансовым сектором; анализируется механизм зависимости нестабильности от банковской ликвидности; рассматривается значение спекулятивных операций на финансовых рынках.

**Объект исследования** – финансовый рынок США периода 1920-х гг. как источник кризиса и нестабильного развития экономики страны. **Предмет исследования** – взаимосвязи и отношения, формирующие поведение

участников финансового рынка в условиях нестабильности и кризиса. **Цель исследования** – изучение причин возникновения нестабильности, приведшим к финансовому кризису 1929 г. в США.

**Методическим инструментарием** исследования выступали исторический метод познания нестабильности и финансового кризиса 1929 г. в США с использованием макроэкономического анализа краха фондового рынка. Это позволило выявить: эффект «вытеснения» промышленной активности финансовой активностью; причины конкуренции между промышленностью и финансовым сектором экономики США; проанализировать механизм зависимости нестабильности от банковской ликвидности, что является также актуальным для экономики России.

«Трактат о деньгах» Дж. М. Кейнса был опубликован в 1930 г. после биржевого краха 1929 г. в США, который стал началом периода глубокой депрессии. Однако первые исследования о новой структуре финансовой и банковской деятельности стали проводиться ещё в начале 1920-х гг. Кейнс писал, что во время фондового кризиса наиболее привлекательным для банковского финансирования был именно рынок ценных бумаг, тогда как промышленность была лишена такого источника инвестиций, из-за чего она понесла большие убытки. Поэтому, на наш взгляд, именно с «Трактата о деньгах» Кейнсом было положено начало исследованиям новой природы нестабильности.

Безусловно, исторически исследование «Трактата» первоначально было связано с проводимой в Великобритании и США экономической политики. Так, в Англии причины спада британской экономики связывали с конкуренцией со стороны Германии и США. Однако Г. С. Фоксвелл указывал, что причины такого спада следует искать в структуре английской экономики [11; 12]. В США же считали, что нестабильность является результатом

несоответствия деятельности финансистов основной цели, сформированной в 1913 г. федеральной монетарной системы, в рамках которой валютная и банковская структуры должны были решать задачу стимулирования роста промышленного производства и торговли. Однако банки, наоборот, стали принимать активное участие в биржевой деятельности, совершая, таким образом, прямое и косвенное виды её финансирования. Кроме того, на нестабильность финансового сектора также начали частично влиять внутренние механизмы спекуляции. Поэтому американские прогрессисты требовали реформирования финансовой системы, которая бы предотвратила деятельность промышленных предприятий от неблагоприятного воздействия биржевых спекуляций – эйфории. По мнению В. Рязанова, «финансовые рынки, утратив связь с производственно-потребительской экономикой, закономерно приобрели чрезмерно возросшие риски, обусловленные высокой степенью их неустойчивости и подверженностью сильным колебаниям» [8, с. 164].

В «Трактате» Кейнс писал, что в основе нестабильности лежит влияние спроса на деньги со стороны промышленного оборота, так называемое «предпочтение ликвидности», таким образом, подвергая критике инвесторов, осуществлявших короткие продажи и вменяя им ответственность за биржевой крах 1929 г. В. Т. Рязанов пишет, что Кейнс «...особое внимание уделил так называемому спекулятивному мотиву в использовании денег. Такой мотив связывался им с ориентацией на будущие доходы, которая формируется у инвестора на основе знания рыночной конъюнктуры, что и закладывает необходимую основу для возникновения спекулятивной игры на финансовых рынках. Правда, в 1930-е гг. этот мотив ещё не приобрёл всеобъемлющего характера, а в теории Кейнса он уравнивался другими поведенческими факторами – предпочтением ликвидности, определяемым мотивом предосторожности и транзакционным мотивом» [цит. по: 8, с. 162].

Кейнс предлагал анализировать нестабильность на основе динамики ожиданий инвесторов, изучать влияние спроса на деньги со стороны промышленности. Таким образом, если раньше экономисты не признавали за финансовыми пузырями и колебаниями прибыли причину экономических кризисов, то Кейнс первым применил подходы к изучению взаимодействия финансов с промышленностью, в основу которого легли макроэкономи-

ческий и динамический виды анализа, расширившими его границы и позволившими понять происхождение кризиса 1929 г. [15]. В «Трактате» Кейнс показал, что между ожиданиями изменения цен активов держателей ценных бумаг и уровнем прибыли предпринимателей существует прямая связь. Кейнс утверждал, что нестабильность экономики, в целом, является результатом изменения на фондовом рынке ожиданий профессиональных инвесторов, которые продают ценные бумаги в будущем с вероятностью их купли – продажи в кредит. Изменению ожиданий профессиональных инвесторов предшествовало объявление предпринимателями о сокращении выплат дивидендов. Таким образом, начало биржевому краху 1929 г. было положено ростом предпочтений ликвидности владельцев ценных бумаг, который значительно сократил объём наличных денег в промышленности.

В результате обвала цен на акции и реализации политики «Нового курса» была существенно изменена организационная структура банковского сектора, нашедшей компромисс между основателями Федеральной резервной системой (далее ФРС), банкирами и «разработчиками» Нового курса. В центре этих реформ стояло новое понятие ликвидности банковских активов. Так, если в США изначально придерживались традиционных методов ведения банковского дела, то в начале 1920-х гг. стали внедряться новые методы управления банковской системой, позволившие банкам активно участвовать в финансировании биржевой деятельности [14]. Эти новые методы противоречили традиционным, в основном они были направлены на отказ банков финансировать промышленность. Поэтому именно в то время возникло и стало широко использоваться понятие ликвидности банковских активов, благодаря которой в отличие от товарных рынков рынок ценных бумаг был создан «искусственно» на основе специализированных институциональных норм. Именно поэтому в 1933 г. в США был принят Банковский закон или закон «Гласса – Стиголла», предусматривавший банковское финансирование либо промышленности, либо финансового рынка и запрещавшему банку участвовать в них одновременно. Целью такого разграничения была гарантия финансирования промышленности со стороны банков при неизменности ожиданий владельцев ценных бумаг, влиявших как на объём инвестиций, так и совокупный спрос.

Другие учёные также исследовали понятие нестабильности и кризис 1929 г., их рабо-

ты позволили выявить особенности теоретических взглядов Дж. М. Кейнса, изложенных в «Трактате о деньгах». Например, Ю. Уайт [15] предлагал связывать причины обвала фондового рынка 1929 г. как с технологическими и структурными изменениями в американской промышленности, так и с взрывом финансового пузыря, которому предшествовала эйфория на рынке ценных бумаг.

В 1955 г. была опубликована книга Дж. К. Гэлбрейта «Великий крах 1929 года», в которой он дал общее представление о кризисе 1929 г. Автор утверждал, что биржевой кризис возник в результате финансовой эйфории, спровоцированной банковским кредитом. Поэтому также очень важным является изучение причин такой эйфории и факторов, вызвавших её возникновение и изменения ожиданий. Уайт отмечал, что в США происходило формирование новой экономики, где проходили процессы трансформации структуры американской промышленности, т. е. возрастали масштабы предприятий, внедрялись новые методы управления производством, росла доля инвестиций в фиксированный капитал, появлялись новые отрасли. В 1920-е гг. такие трансформационные процессы привели к двум результатам. Во-первых, фирмы стали предпочитать выпуск ценных бумаг банковским кредитам. Во-вторых, стало намного труднее проводить оценку ожидаемого будущего дохода. Поэтому инвесторы продолжали вести себя привычным образом, приняв получаемый доход сейчас за основу его оценки в будущем. Поэтому начало кризиса можно связать с манипулированием процентной ставкой ФРС, стремившейся предотвратить несуществующую спекуляцию.

Следовательно, возникает вопрос: что стало основной причиной бума на фондовом рынке, если рост биржевых цен сопровождался непрерывным экономическим ростом, а ошибки регуляторов пока ещё не представляли угрозы для экономики страны?

В начале 1928 г. рост стоимости ценных бумаг значительно превышал объём выплаченных дивидендов. Поэтому причиной бума вряд ли была финансовая эйфория, длившаяся не менее полутора лет, тем более что в период с 1927 по 1929 г. выпуск облигаций как способ финансирования инвестиций в фиксированный капитал упал на 38 %. Возникновение финансового пузыря фактически делает сложной оценку ожидаемого будущего дохода. Это означает, что финансовый пузырь возникает из-за отсутствия на рынке

оценки фундаментальной стоимости ценных бумаг. Однако в то время у американских и западных банков наблюдались низкие колебания кредитного предложения, что едва увязывается с резким ростом цен активов. Поэтому, учитывая вышеприведённые несоответствия, приходится констатировать, что на кризис фондового рынка 1929 г. макроэкономический эффект оказали не только финансовые спекуляции. Всё это позволяет выдвинуть предположение, что на инвестиции и доходы предприятий оказывает влияние не только их финансовая деятельность. Именно поэтому с макроэкономической точки зрения Кейнс в своём «Трактате» предлагал рассматривать в кризисе его эндогенность. Он одним из первых увязал цены финансовых активов с финансированием инвестиций, не объединяя при этом фондовый рынок с рынком капитала. Первоначально причину возникновения финансовых кризисов и депрессии Кейнс видел только в банках [13], однако затем им была выявлена прямая связь между банковской деятельностью и колебаниями деловой активности как нового источника нестабильности, где высокий спрос на «банкноты» «... зависит от объёма делового оборота», «вследствие чего уменьшаются активы» Центрального банка «... и касса других банков, ... вследствие чего ... из – за изъятия казначейских векселей ... уменьшаются резервы второй линии банков» [цит. по: 4, с. 189], приводящими в конечном счёте к кризису ликвидности.

Однако, по нашему мнению, Кейнс, как и И. Фишер, не были готовы к проведению полного анализа колебаний деловой активности [10]. Так, Фишер обнаружил, что причиной колебаний стали изменения нормы банковских резервов как показателя отношения суммы резервов к имеющимся депозитам. Поскольку необходимые нормы резервов отличаются от «эффективных» норм, следовательно, это даёт возможность банкам изменять объёмы создаваемых ими денег, а значит и уровни цен. Другими словами, деловая активность изменяется в том случае, если банки обнаружат, что норма эффективного резерва больше или меньше нормы необходимого резерва. Таким образом, во время экономического бума норма банковских резервов снижается, а качество кредитов возрастает и, наоборот, в период депрессии банковские резервы возрастают, но снижается качество кредитов. Однако Кейнс, утверждая, что норма резервов является результатом банковской актив-



ности, но не её детерминантой, считал, что Фишер при определении признаков и причин колебаний деловой активности использовал слишком сложный метод анализа. Более того, он полагал, что Фишер не пытался объяснить нежелание банков понять причины непредвиденного изменения нормы резерва. Поэтому, по мнению Кейнса, теория Фишера была несостоятельной и не соответствовала результатам эмпирических исследований, т. к. невозможно определить масштабы существующих колебаний с помощью изменения нормы банковских резервов.

Как говорилось выше, Кейнс предлагал проводить анализ банковского поведения с использованием понятия ликвидности банковских активов. Времени производства национального дохода предшествуют периоды создания следующих трёх составных его компонентов: потребление, сбережения и та часть дохода, удерживаемая и закладываемая банками для организации потребления или сбережений в будущем. Поэтому банки располагают свободными ресурсами, которые можно направить на финансирование инвестиций предприятий с помощью текущих сбережений или имеющихся банковских резервов. Таким образом, сама банковская система в какой – то степени создаёт независимым процесс принятия инвестиционных решений от сбережений, что говорит об отсутствии *a priori* механизма координации управления банковскими активами.

Одним из условий открытия банком кредитной линии предприятию является выпуск последним долгосрочных ценных бумаг с последующей продажей их инвесторам с целью погашения банковских авансовых платежей. Однако такой механизм одновременного перевода платежей в долгосрочные ценные бумаги всеми участниками операции является маловероятным, лишь при условии, если объем сбережений сможет покрыть объем выпущенных бумаг. В противном случае нереализованные ценные бумаги будут проданы на валютном рынке. Однако на практике эти ценные бумаги остаются у банков в качестве заёмных средств, но не сбережений, что говорит о растущем среди банков понимании того, что их авансовые платежи становятся ликвидными в результате превышения объемов инвестиций над сбережениями.

Если раньше чрезмерные инвестиции имели латентный характер, то явными они стали тогда, когда банкиры обнаружили, что значительная доля их активов уже приходит-

ся на фиксированные инвестиции. Поэтому для сохранения ликвидности своих балансов банки снижают размер объема кредитования (овердрафта), выданного предприятиям в качестве инвестиций. Кейнс считал, что банкиры причину кризиса связывали с авансированием в неликвидные активы предприятий, которые в конечном счёте для них стали практически единственным источником сбережений. Несмотря на сложность анализа ликвидности авансовых платежей со стороны банков, её оценку можно провести только на макроэкономическом уровне с помощью сравнения инвестиций и сбережений. В этом случае следует отметить, что во время снижения ликвидности баланса банка и роста инвестиций возникают предпосылки к заключению арбитражной сделки.

В своих трудах Кейнс анализировал преимущественно потоки денежных средств, не учитывая при этом движение действующих ценных бумаг, что ограничивало его в проведении исследования причин нестабильности, тем более, что владение долгосрочными ценными бумагами в условиях неопределённости влияет на их будущую стоимость. Поэтому в свой анализ Кейнс добавил поведение инвесторов, исследование которого он начал в 1928 г. с поиска зависимости финансовой активности от промышленной активности и наоборот. Так, 1 сентября 1928 г. Кейнс написал статью «Есть ли инфляция в США?». Целью данной работы, где описывалось экономическое и финансовое положение США, было опровергнуть бытующее в то время мнение, что рост фондового рынка благоприятно воздействует на развитие экономики, несмотря на высокие инфляционные риски. При этом многие тогда были уверены, что если центральный банк увеличит процентную ставку, то это приведёт к риску возникновения дефляции. В своей статье Кейнс провёл обзор механизма торговли на фондовом рынке, утверждая, что не текущие сбережения, а банковские кредиты вызывают рост цен. Банк играет лишь функцию посредника, кредитуя таким образом покупателей ценных бумаг («быков») и принимая сберегательные вклады от продавцов падающих в цене активов («медведей»). Таким образом, в результате такой торговли происходит следующее:

1. Для безличных расчётов создаются т. н. «банковские деньги», используемые для приобретения покупателем ценных бумаг и выпуска им долговых расписок (векселей).

Как правило, для банковского кредита приобретённые ценные бумаги играли лишь роль залога.

2. Торговля ценными бумагами между «быками» и «медведями», при которой первые, зарабатывая на росте цены, скупают активы, не являющиеся вкладчиками, тогда как вторые, уверенные в падении рынка, стремятся к их реализации, но без цели финансирования реальных инвестиций. Такая торговля осуществляется среди тех инвесторов, ожидания которых в отношении будущих изменений цен строятся в противоположных направлениях.

3. На банковский счёт продавцом депонируется выручка от продажи им ценных бумаг, где начинает увеличиваться объём его сбережений. Таким образом, на фондовом рынке возрастают обязательства банков, без решения которых уже становится невозможным управлять объёмами инвестиций и сбережений.

Кейнс считал, что такой тип торговли не создаёт инфляционного давления на рынок товаров. Однако, чтобы оно, инфляционное давление, возникло, необходимо, чтобы инвестиции превысили сбережения. Поэтому деньги, созданные для удовлетворения потребностей финансовой деятельности, не увеличивают объёмов инвестирования в промышленность.

Если время определения ставок по валютным вкладам мешает бизнесу своевременно получать необходимые объёмы кредитования и, следовательно, новые инвестиции, то займы для бизнеса частично можно осуществлять из резервных источников. По всей вероятности, ставки по валютным вкладам не оказывают инфляционного давления, но с ростом резервов происходит обратная ситуация. Во-первых, финансовая активность оказывает влияние на инвестирование предприятий, поскольку она способствует выпуску новых ценных бумаг. Однако в данном случае дело обстояло иначе, поскольку в первую очередь речь шла о торговле действующими ценными бумагами. Во-вторых, рост инвестиций требует денежной эмиссии, которую банковская система может позволить только при имеющихся дополнительных резервах, реально нацеленных на покрытие займов держателями финансовых активов. И, в-третьих, макроэкономическая ситуация в США, характеризовавшаяся высоким уровнем сбережений, в первую очередь создала ненадёжное функционирование чрезмерных

инвестиций. Поэтому начинать исследование инфляционного давления с денежных агрегатов, охватывающими обменные операции на рынках товаров и ценных бумаг, является, на наш взгляд, нерациональным подходом.

Если экономическая ситуация в США характеризовалась неизменными ценами на товары, незначительным ростом безработицы и нормальным ростом промышленных кредитов, то возникает вопрос, следовало ли в таких условиях Федеральному резерву для снижения инфляционных ожиданий изыскивать способы для увеличения стоимости кредита? По нашему мнению, Кейнс таким вопросом не задавался. Однако он предлагал, чтобы банкам было позволено увеличивать свои резервы. На наш взгляд, тенденция к снижению объёма торговли ценными бумагами на фондовом рынке спровоцировала бы дефляцию, где большие потери от своих ошибочных ожиданий понесли бы в основном инвесторы – «быки». Однако реальный риск заключался в возможном повторении ситуации 1890-х гг., когда причиной депрессии стали чрезмерные сбережения.

В то время реакция многих лиц на работы Кейнса была неоднозначной, потому что никто даже не задумывался о риске возникновения дефляции. Более того, некоторые были убеждены, что финансовая активность вообще была предназначена не для финансирования инвестиций предприятий и уж тем более сокращения инвестиций. Поэтому кроме анализа макроэкономической ситуации в США Кейнс за основу своих исследований также брал проблему координации промышленной активности и финансовой активности. Так, на критические замечания в адрес своих исследований Кейнс ссылался на свою «новую теорию», изучавшей «проблему современных денежных систем и кредитного цикла, которая создаёт новые штрихи в оценке ситуации».

Кейнс начал работу над «Трактатом» ещё в 1924 г., целью которой были анализ динамики развития денежной экономики и изучение свойств экономической нестабильности. Учитывая, что в труде Кейнса нет главы, специально посвящённой именно анализу нестабильности, важным является изучение причины происхождения нестабильности, которая в своей динамике развития включает взаимодействие промышленного оборота с финансовым оборотом. Так, если первый тип оборота измеряется уровнем инвестиционного спроса на рынке товаров, то второй измеряется колебаниями цен на финансовом

рынке. Промышленный оборот оказывает влияние на финансовый оборот благодаря прибыли, выплачиваемой предпринимателями инвесторам. Финансовый же оборот в свою очередь влияет на промышленный оборот благодаря эффекту спроса на инвестиции «медведей», чьи накопления на депозитах позволяют им увеличивать или снижать объёмы имеющихся в промышленном обороте денежных средств. Поэтому нестабильность является результатом влияния изменений финансовой активности на промышленный оборот.

Динамику нестабильности следует разделять на четыре взаимосвязанные фазы. При первой фазе (бум) происходит рост усиливающих друг друга промышленной активности и финансовой активности. Второй фазой является период завершения бума, где с продолжающимся расширением финансовой активности начинает падать промышленный оборот. На третьей фазе происходит финансовый крах, приводящий финансовый рынок к дестабилизации «бычьего» тренда и заключению соглашений с «медведями». Во время четвертой фазы нестабильности возникает рецессия, где со снижением финансовой активности и промышленной активности повторяется усиление их взаимодействия.

Если на рынке товаров фаза бума характеризуется ростом инвестиционного спроса, то на рынке финансовом в этом периоде прибыль растёт вместе с повышением «бычьего» тренда. При сложившейся ситуации на финансовом рынке рост прибыли увеличивает доверие, повышается доля участия инвесторов – «быков» в операциях с ценными бумагами. Однако с ростом численности такого рода участников финансового рынка с их стороны происходит сокращение спроса на деньги, что приводит к росту наименее ликвидного денежного агрегата М3. Такое сокращение спроса на деньги объясняется продажей инвесторами – «медведями» ценных бумаг «бычьего» рынка, а прибыль извлекается благодаря низкой численности такого рода участников на нем. Таким образом, при уменьшении агрегата М3 у промышленного оборота возрастает возможность доступа к наличным деньгам. Другими словами, при увеличении предложения денег процентная ставка по промышленным кредитам снижается, а на товарном рынке происходит стимулирование роста инвестиционного спроса. Поэтому с увеличением инвестиционных расходов растёт прибыль, выплачиваемая

инвесторам в виде дивидендов, т. е. с ростом «бычьего» тренда на финансовом рынке растёт доверие. Таким образом, увеличение финансовой активности сопровождается ростом промышленной активности.

Вторая фаза динамики нестабильности выражается в разграничении финансовой активности и промышленной активности. Такое разграничение возникает из-за увеличения предпочтения ликвидности инвесторов. Однако Кейнс не установил точную причину такого увеличения. Он считал, что в предыдущей фазе бума росли масштабы нормы прибыли финансовых активов и сберегательных депозитов. И после выявления пределов определённых значений некоторые инвесторы стали сомневаться в будущем росте стоимости ценных бумаг и решили их распродавать. Поэтому, по нашему мнению, причиной разделения инвесторов на «быков» и «медведей» стала высокая разница между растущей стоимостью ценных бумаг и процентной ставкой по сберегательным депозитам. Если стоимость ценных бумаг возрастает относительно краткосрочной процентной ставки, то это означает, что в будущем будут усиливаться позиции «медведя», и некоторые лица станут прибегать к увеличению сберегательных депозитов из своих текущих сбережений или прибыли или продавать ранее приобретённые ценные бумаги.

Сосуществование противоположных ожиданий привело Кейнса к разбиению инвесторов на две группы: профессиональные инвесторы и спекулянты; непрофессиональные и государственные инвесторы. Первые продают имеющиеся краткосрочные ценные бумаги непрофессиональным инвесторам с целью извлечения прибыли на разнице между ценой покупки и лучшей ценой продажи. Поэтому стратегией профессиональных инвесторов является предвидение поведения непрофессиональных участников, что говорит о существовании на рынке различных типов ожиданий. Однако с возникновением потерь в сфере промышленного оборота такую рыночную конфигурацию ждёт обвал, где непрофессиональные инвесторы, присоединяясь к профессиональным, будут строить своё поведение на понижение цены<sup>1</sup>. Поэтому на

<sup>1</sup> Разделение лиц на профессиональных и непрофессиональных инвесторов характерно для английской системы ценообразования на финансовом рынке. Например, А. Маршалл, с одной стороны, делил поведение индивидов на расчётливое и сознательное типы поведения, и нерационально мотивированное поведение, с другой стороны. Дж. С. Милль разделял экономических агентов на специализированных посредников и любителей.

«бычьим» рынке увеличивается количество инвесторов – «медведей», где относительно быстро растёт стоимость ценных бумаг и расширяется объём торговли ними. Таким образом, при продаже «медведями» ценных бумаг «быкам» увеличивается спрос на сберегательные вклады, т. е. благодаря росту числа инвесторов – «медведей» возникает эффект масштаба, который в результате существенно компенсирует эффект дохода.

При росте сберегательных вкладов у хозяйствующих субъектов снижается возможность доступа к наличным деньгам для сохранения промышленного оборота. Инвестиционный спрос со стороны предпринимателей сокращается из-за роста процентной ставки по промышленным кредитам. В результате этого сокращается объём выплачиваемых дивидендов, из-за чего на фондовом рынке все больше становится инвесторов – «медведей». На самом деле инвесторы видят в сокращении дивидендов сигнал, указывающий на снижающееся доверие с их стороны к действующему на рынке «бычьему» тренду. Поэтому с ростом финансовой активности прекращается стимулирование промышленной активности, и на второй фазе возникает эффект вытеснения промышленного оборота финансовым обращением.

Крах «бычьего» тренда и стабильное развитие «медвежьего» рынка происходят в третьей фазе, где падение цен на ценные бумаги по своим масштабам приобретает стремительный характер. Изменение конфигурации финансового рынка происходило в предыдущем фазе, т. е. периоде сокращения объёмов выплачиваемых дивидендов, росте торговли ценными бумагами между инвесторами при активном посредничестве банковской системы и валютного рынка на фоне растущей краткосрочной процентной ставки. В таких условиях сокращаются как финансирование инвестиций предпринимателей, так и объёмы выплачиваемых дивидендов владельцам ценных бумаг.

Такая ситуация возникает в условиях превышения объёмов сбережений над инвестициями, где падающая прибыль в конечном счёте приводит к убыткам и краху фондового рынка. Конечно, практически всеми инвесторами возникновение убытков воспринимается ими в качестве сигнала. Если ожидания инвесторов изменяются ещё в предыдущей фазе, то новые сообщения об убытках они посчитают за внешний сигнал, который подтвердит правильность их решений. Более

того, для оставшихся «быками» инвесторов сокращение дивидендов и соответственно информация о растущих убытках становятся прямым сигналом о неверности их ожиданий, и цены уже не отражают состояние рыночной конъюнктуры. Следовательно, инвесторы начинают активно менять своё поведение и становятся таким образом «медведями». Поэтому единственно стабильным условием развития финансового рынка является «медвежий» тренд. Такие изменения ожиданий приводят к значительному падению цен до такого уровня, что более не позволяет инвесторам – «медведям», стремящимся к выкупу собственных ценных бумаг, извлекать прибыль. В связи с этим даже в незначительных объёмах торговли происходит сильное изменение цен, что таким образом приводит к фондовому краху.

Если период депрессии выражается во взаимном падении промышленной и финансовой активностей, где одна усиливает другую и наоборот, то предпринимателям при этом в первую очередь из-за низкого инвестиционного спроса приходится систематически покрывать непрекращающиеся убытки. По этой причине они начинают прибегать к выпуску ценных бумаг, тогда как инвесторы – «медведи» со своей стороны иницируют рост их предложения. Однако вызванное ростом цен возвращение ценных бумаг к финансовому обороту не является сиюминутным явлением, поскольку инвесторы не могут срочным образом менять свои ожидания. Более того, важным является, чтобы некоторые инвесторы – «быки» с целью приобретения ценных бумаг как минимум могли компенсировать их избыточное предложение, объём которых возрастает с продолжительностью срока депрессии. При таких обстоятельствах снижение процентных ставок также может занять большой промежуток времени. Таким образом, если заявленные потери не способствуют изменению ожиданий инвесторов, то можно предположить, что высокая задолженность инвесторов, снижающаяся стоимость портфеля ценных бумаг и соответственно их капитала лишат банки стимула к приобретению корпоративных акций. Поэтому Кейнс, стремясь решить сложную задачу изучения периода депрессии, пытался в «Трактате» раскрыть его особенности и встроить их в собственный анализ макроэкономических процессов.

Кейнс на макроуровне представил в «Трактате о деньгах» теоретическую модель



взаимодействия промышленного оборота с финансовым обращением, позволившей понять процесс развития нестабильности, его эндогенный характер в кредитном хозяйстве, который в конечном счёте обернулся фондовым кризисом 1929 г. И так, в «Трактате» Кейнс разрабатывал макроэкономическую модель, где особое внимание уделялось понятию «эффекта вытеснения» промышленной активности финансовой активностью. По нашему мнению, Кейнс просто продолжил такую аналитическую работу с целью выявления причин кризиса 1929 г. в США. Однако сразу выявить источник кризиса Кейнсу по всей вероятности помешали неравномерное развитие индексов цен, умеренное снижение цен на потребительские товары и наибольший рост стоимости ценных бумаг, в результате которого инвестиции не смогли своевременно отреагировать на рост процентной ставки со стороны ФРС.

За основу своего исследования Кейнс брал период 1925–1930 гг., который был поделен им на три подпериода. Так, если в 1925–1928 гг. отсутствовал риск инфляции, а инвестиции были равны сбережениям<sup>1</sup>, то на финансовом рынке этот подпериод стал временем зарождения «бычьего» тренда. Для экономики США 1928–1929 гг. стали подпериодом *инфляции прибыли*, когда инвестиции начали превышать сбережения. Более того, в это время рост стоимости ценных бумаг начал активно стимулировать инвестиции, тогда как сбережения предприятий теперь стали аккумулироваться на финансовом рынке только на краткосрочный период. Таким образом, во втором подпериоде поощрялось приобретение ценных бумаг тех инвесторов, ожидания которых основывались на росте цен на них. Благодаря росту прибыли на фондовом рынке многие его участники, предвидя в операциях с ними высокую дивидендную доходность, стали активно привлекать средства владельцев капитала, снижая таким образом предпочтение ликвидности. Последнее в свою очередь увеличили отток банковских депозитов, что вынудило банки снизить для заёмщиков – предпринимателей ставку по кредитам и привело к процессу кумулятивного роста прибыли и стоимости ценных бумаг. При этом ФРС пыталась предотвратить рост стоимости ценных бумаг с помощью увеличения дисконтной ставки. Однако из-за таких действий монетарных властей возник

<sup>1</sup> Однако половина совокупных сбережений приходится на фирмы, но не владельцев факторов.

обратный эффект, нанёсший значительный урон не только многим предприятиям, но и самим спекулянтам, поскольку рост цен спровоцировал увеличение задолженности самих инвесторов – «быков».

Однако благодаря именно финансовому буму сформировалась группа обогатившихся «быков», увеличивших свои накопления на депозитах, но не создав при этом «бычьего» тренда. Одновременно формирование сберегательных депозитов заставило банки увеличить процентную ставку по инвестиционным кредитам, в результате чего у многих из них снизилась прибыль. В течение почти всего 1929 г. (весна – осень) после времени сокращения инвестиций для экономики США наступает период «прибыли – дефляции», вызвавшего разрушение действующей финансовой системы. Так, если потенциальный прирост капитала обогатившихся «быков» находился в положительной динамике, то значительно стали сокращаться объёмы выплачиваемых дивидендов, что вызвало снижение доверия со стороны инвесторов к применяемому на фондовом рынке США «бычьему» тренду и увеличение численности инвесторов – «медведей», а значит и процентной ставки при инвестировании.

Процесс сокращения выплат по дивидендам вызвал дестабилизацию «бычьего» рынка и рост «медвежьего» тренда как единственного способа достижения стабильности, обернувшегося в итоге крахом и резким изменением стратегии поведения на финансовом рынке. Однако, по нашему мнению, масштаб изменения тренда на финансовом рынке объясняется еще докризисным объёмом торговли ценными бумагами. Так, организация рынка ценных бумаг как института посредничества и банковская практика кредитования под залог ценных бумаг по рыночной стоимости дали возможность покупателям приобретать средства, необходимые для массовой покупки ценных бумаг без увеличения спроса на базовую валюту. Если Кейнс начал измерять торговлю ценными бумагами между «быками» и «медведями» с динамики займов финансовым посредникам, то Уайт увидел между стоимостью ценных бумаг и займами брокерам сильную корреляцию [15, p. 75].

В начале октября 1929 г. в США снижение экономической активности привело к рецессии. В это время снижение стоимости портфелей финансовых активов вызвало резкий рост сбережений. Однако крах фондового рынка оказал негативное влияние на

ожидания предпринимателей, что позволило снизить естественную процентную ставку и спровоцировать падение инвестиций. Поэтому банковская ставка процента стала превышать естественную ставку. Так, в таблице, в целом, приводится обобщённый анализ нестабильности Кейнса, который характеризует экономическую ситуацию в США как необычную. В 1921–1929 гг. цены на потребительские товары в среднем ежегодно снижались на 1 %, тогда как за то же время стоимость финансовых активов уве-

личилась на 334 %. Вместе с тем значительно возрос объем обменных операций с ценными бумагами, достигнув 1478 %. Так, если в 1921 г. объём торговли финансовыми ценными бумагами составлял 1,6 млрд долл., то в 1929 г. стоимость операций по ним достигла 97,8 млрд долл. Таким образом, в США в 1920-е гг. вторичный рынок ценных бумаг, который и вызвал финансовый бум, стал преобладать над первичным рынком [9] при неизменной денежной массе (внешних деньгах).

**Фазы кризиса 1929 г. по «Трактату о деньгах» Дж. М. Кейнса\* / Phase of crisis of 1929 on «Treatise on Money» by J. M. Keynes\***

<i>Период / Phase</i>	<i>Промышленное производство / manufacturing</i>	<i>Финансовая активность / financial activity</i>
1925–1928	нулевая прибыль / zero revenue	стагнация рынка / stagnation of the market
1928 – весна / spring 1929	увеличение прибыли / revenue growth	бычий тренд / bull trend
весна – октябрь / spring 1929 – October 1929	снижение прибыли / revenue decline	бычий тренд / bull trend
октябрь 1929 / October 1929	сообщения об убытках / reporting losses	медвежий тренд / bear trend
ноябрь 1929–1930 / November 1929–1930	рост убытков / increase in losses	медвежий тренд / bear trend

\* – составлено авторами

Филд считал [9, р. 53], что именно спрос на деньги как транзакционный мотив является причиной роста процентной ставки и соответственно снижения инвестиций. Так, если в модели  $IS - LM$  (Инвестиции/Сбережения – Ликвидность/Деньги) кривая  $LM$  сместится влево, то новое равновесие будет достигнуто лишь в случае низкого дохода и высокой процентной ставки. Однако такой спрос в целом будет предъявляться участниками фондового рынка, точнее, вторичного финансового рынка, но не частными нефинансовыми агентами. Впрочем, можно допустить, что меняющиеся ожидания инвесторов оказывают аналогичное влияние при условии, если оно, влияние, оказывается инвесторами, прежде всего, с однородными ожиданиями, которые нашли в проведённом Кейнсом анализе нестабильности своё эмпирическое применение.

Изучение трудов Дж. М. Кейнса и, в частности, «Трактата о деньгах», позволило авторам данной статьи провести анализ нестабильности и выявить между финансами и промышленностью прямую связь с возникновением кризиса. Выявлено, что эти две проблемы тесно взаимодействуют друг с другом. Если в XIX в. в США нечасто обращали внимания на «эффект вытеснения», то кризис 1929 г. показал, что финансы и промышленность взаимно

дополняют друг друга. Если раньше финансы рассматривались в качестве инструмента стабилизации и страхования рисков в торговле и промышленной деятельности, то спустя некоторое время их роль стала принимать более широкий характер.

Например, спад промышленного производства и потеря доминирования в мировой торговле заставили многих в Англии пересмотреть роль финансов в экономике страны. Поэтому английские экономисты для выявления слабых мест в структуре экономики страны стали изучать причины спада деловой активности (депрессии), используя опыт таких новых торговых держав как США и Германия. Однако Кейнс и Фоксвелл считали, что причины депрессии возникли ещё в поздневикторианский период и их следует искать именно в финансовом поведении, которое перестало соответствовать новой структуре экономики, где важное место начинают занимать обменные операции с ценными бумагами.

В конце XIX в. в США стали бурно развиваться фьючерсные товарные рынки, повлекшими за собой рост финансовых спекуляций, которые не преминули подвергнуться острой критике. Однако в 1920-е гг. противостояние между сторонниками развития финансов и апологетами промышленного роста стало терять всякий смысл. Многие поняли, что имен-

но кризис фондового рынка и начало депрессии потребовали проведения финансовой реформы. Однако её реализация столкнулась с жёстким сопротивлением со стороны американского общества. Например, представители сельских районов выражали озабоченность по поводу централизации и концентрации финансовой активности только в г. Нью-Йорке. Таким образом, противоречие между сторонниками финансов и промышленности приняло географическую окраску. Однако реформы Нового курса помогли этим сторонникам преодолеть противоречия с помощью новой концепции социального благополучия не отдельного индивида, а всего американского общества.

Кроме анализа связи финансов с промышленностью Кейнс изучал проблемы структуры и последствий финансовой активности. Так, в «Трактате о денежной реформе» он видел во фьючерсных рынках будущее капитализма и стабильной промышленную активность. Кейнс отмечал, что «... состоятельный спекулянт» играет важную роль в неравномерном развитии торговли, поэтому из-за него периодически происходит усиление сезонных колебаний цены, где одним из условий достижения равновесия и элементом достижения финансовой стабильности становится неторговый фактор. Таким образом, на форвардном рынке, где так или иначе проводятся спекулятивные операции, трейдеры могут их проводить по собственному желанию [4, с. 165].

Таким образом, если в «Трактате о деньгах» Кейнс не видел принципиальной разницы между трейдером и спекулянтом, то в «Трактате о денежной реформе» он указывал, что причиной нестабильности являются инвесторы, чьи будущие продажи зависят от низких объёмов торговли.

В «Общей теории занятости, процента и денег» Кейнс отмечал, что спекуляция будет противостоять промышленности при любых обстоятельствах. Так, если в конце XIX в. спекуляция не представляла собой серьёзной проблемы, то в начале XX в. она уже стала обретать черты азартной игры. Более того, в 1930-е гг. спекуляция становится неприемле-

мым видом деятельности, поскольку именно она повлияла на снижение темпов роста инвестиций, ибо ожидания инвесторов были направлены строго на понижение цены.

**Выводы.** Проведённый анализ экономической нестабильности Кейнса вызвал у авторов статьи амбивалентное состояние. Так, если в западных капиталистических странах наблюдалось стремление государства регулировать экономическую активность из-за невиданного по своим масштабам надвигающегося финансового кризиса, причём все это происходило в конкретный исторический период. По нашему мнению, Кейнсу удалось выявить такую связь благодаря исследованию взаимодействия промышленного оборота с финансовым обращением, что позволило государственным органам власти прибегнуть к новым практикам управления экономикой страны. Безусловно, необходимость в проведении такого анализа назрела из-за сложившейся в то время экономической и политической ситуации, поскольку монетарные власти уже были не в состоянии контролировать кризис, а финансовые спекуляции 1920-х гг. вообще сформировали совокупный процесс дефляции и привели к массовой безработице. Поэтому, по нашему мнению, Кейнс сомневался, что ФРС сможет в таких условиях стимулировать экономический рост.

Таким образом, если теоретической основой анализа нестабильности того времени по нашему мнению служили преимущественно институциональные характеристики, то с публикации «Трактата» стало очевидным, что экономическая наука оказалась в тупиковой ситуации в поисках выхода из экономического кризиса. По нашему мнению, «Трактат» стоял у истоков «кейнсианской революции», которая требовала разработки новых фундаментальных подходов для понимания причин депрессии. Поэтому, чтобы методологически сохранить институты и политико-экономическую систему общества, в США всё больше стало развиваться реформаторское движение с использованием нового макроэкономического течения, кейнсианства, в духе «прогрессивизма».

### Список литературы

1. Бобок В. К. Значение макроэкономической теории Кейнса для современной рыночной экономики // Общество: политика, экономика, право. 2007. № 1. С. 5–21.
2. Герсонская И. В. Джон Мейнард Кейнс о необходимости государственного вмешательства в экономику // Синергия наук. 2019. № 33. С. 81–99.
3. Де Фрей М. История макроэкономики: от Кейнса к Лукасу и до современности / пер с англ. А. В. Белых; под науч. ред. А. А. Белых. М.: Дело, 2019. 576 с.

4. Кейнс Дж. М. Избранные произведения / предисл., коммент., сост. А. Г. Худокормов. М.: Экономика, 1993. 543 с.
5. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / пер. с английского профессора Н. Н. Любимова. М.: Гелиос АРВ, 2012. 352 с.
6. Козырев В. М. Джон Мейнард Кейнс и современные экономические реалии // Вестник Московской государственной академии делового администрирования. 2011. № 2. С. 26–46.
7. Рудяк И. И. Кейнс и новый подход ко времени протекания экономических процессов: государство как монтажёр времени // Актуальные вопросы современной науки. 2016. № 48. С. 97–105.
8. Рязанов В. Т. Мировой экономический кризис и его последствия // Христианское чтение. 2010. № 4. С. 155–176.
9. Field A. «Asset Exchanges and the Transactions Demand for Money, 1919–1929». Текст: электронный // American Economic Review. 1984. Vol. 74, no. 1. P. 43–59. URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1109150](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1109150) (дата обращения: 15.04.2023).
10. Fisher I. The Purchasing Power of Money. New York: Augustus M. Kelley, 1963. URL: <https://eet.pixel-online.org> (дата обращения: 17.04.2023). Текст: электронный.
11. Foxwell H. The Nature of The Industrial Struggle. Текст: электронный // Economic Journal. 1917. Vol. 27, no. 107. P. 315–329. URL: [https://archive.org/details/sim\\_economic-journal\\_1917-09\\_27\\_107/mode/2up](https://archive.org/details/sim_economic-journal_1917-09_27_107/mode/2up) (дата обращения: 17.04.2023).
12. Foxwell H. The Financing of Trade and Industry. Текст: электронный // Economic Journal. P. 502–522. URL: <http://www.literaturecollection.com/a/h-s-foxwell/papers-on-current-fi/9> (дата обращения: 19.04.2023).
13. Robertson D. H. A Study of Industrial Circulation. Westminster: P. S. King and Son. London: Réédité par The London School of Economics and Political Science, 1948. 314 p.
14. White E. (Before the Glass-Steagall Act: An Analysis of the Investment Banking Activities of National Banks // Explorations in Economic History. 1986. Vol. 23, iss. 1. P. 33–55.
15. White E. The Stock Market Boom and Crash of 1929 Revisited. Текст: электронный // Journal of Economic Perspective. 1990. Vol. 4, no. 2. P. 67–83. URL: <https://www.researchgate.net/publication/4730761> (дата обращения 19.04.2023).

#### References

1. Bobok V. K. The significance of Keynes' macroeconomic theory for the modern market economy. Society: politics, economics, law, no. 1, pp. 5–21, 2007. (In Rus.).
2. Gersonskaya I. V. John Maynard Keynes about the need for state intervention in the economy. Synergy of Sciences, no. 33, pp. 81–99, 2019. (In Rus.).
3. De Frey M. The history of Macroeconomics: from Keynes to Lucas and to the Present. Translated from English by A. V. Belykh; edited by A. A. Belykh. Moscow: Delo, 2019. (In Rus.).
4. Keynes J. M. Selected works. Preface, commentary, comp. A. G. Khudokormov. Moscow: Economics, 1993. (In Rus.).
5. Keynes J. M. The general theory of employment, interest and money. Translated from the English professor N. N. Lyubimov. Moscow: Helios ARV, 2012. (In Rus.).
6. Kozyrev V. M. John Maynard Keynes and modern economic realities. Bulletin of the Moscow State Academy of Business Administration, no. 2, pp. 26–46, 2011. (In Rus.).
7. Rudyak I. I. Keynes and a new approach to the time of economic processes: the state as a time editor. Actual issues of modern science, no. 48, pp. 97–105, 2016. (In Rus.).
8. Ryazanov V. T. The world economic crisis and its consequences. Christian reading, no. 4, pp. 155–176, 2010. (In Rus.).
9. Field A. Asset exchange and the demand for money in transactions, 1919–1929. American Economic Review, vol. 74, no. 1, pp. 43–59, 1984. Web. 15.04.2023. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1109150](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1109150). (In Eng.).
10. Fischer I. Purchasing power of money. New York: Augustus M. Kelly, 1963. Web. 17.04.2023. <https://eet.pixel-online.org>. (In Eng.).
11. Foxwell H. The nature of industrial struggle. Economic Journal, vol. 27, no. 107, pp. 315–329, 1917. Web. 17.04.2023. [https://archive.org/details/sim\\_economic-journal\\_1917-09\\_27\\_107/mode/2up](https://archive.org/details/sim_economic-journal_1917-09_27_107/mode/2up). (In Eng.).
12. Foxwell H. Trade and Industry financing. Economic Journal, pp. 502–522. Web. 19.04.2023. <http://www.literaturecollection.com/a/h-s-foxwell/papers-on-current-fi/9>. (In Eng.).
13. Robertson D. H. Research of industrial turnover. Westminster: P. S. King and Son. London: Publishing House of the London School of Economics and Political Sciences, 1948. (In Eng.).
14. White E. Before the adoption of the Glass-Steagall Law: analysis of investment banking activities of national banks. Research in Economic History, vol. 23, iss. 1, pp. 33–55, 1986. (In Eng.).
15. White E. The stock market boom and crash of 1929 has been revisited. Journal of Economic Prospects, vol. 4, no. 2, pp. 67–83, 1990. Web. 19.04.2023. <https://www.researchgate.net/publication/4730761>. (In Eng.).



### **Информация об авторах**

*Абгалдаев Владимир Юрьевич*, канд. экон. наук, доцент, доцент кафедры экономической теории, мировой экономики, государственного и муниципального управления, Восточно-Сибирский государственный университет технологий и управления, г. Улан-Удэ, Россия; [ecagent@mail.ru](mailto:ecagent@mail.ru); <https://orcid.org/0000-0003-0947-730X>. Область научных интересов: экономическое поведение, микроэкономика, макроэкономика, нестабильность, региональная экономика, финансы.

*Осодоева Ольга Андреевна*, д-р экон. наук, профессор, профессор кафедры экономической теории, мировой экономики, государственного и муниципального управления, Восточно-Сибирский государственный университет технологий и управления, г. Улан-Удэ, Россия; [osodoeva\\_olga@mail.ru](mailto:osodoeva_olga@mail.ru). Область научных интересов: региональная экономика, инвестиции.

*Сактоев Владимир Евгеньевич*, д-р экон. наук, профессор, президент Восточно-Сибирского государственного университета технологий и управления, г. Улан-Удэ, Россия; [Saktov\\_ve@mail.ru](mailto:Saktov_ve@mail.ru). Область научных интересов: региональная экономика, инвестиции.

### **Information about the authors**

*Abgaldaev Vladimir Yu.*, candidate of economic sciences, associate professor, assistant professor, Economic Theory, World Economy, State and Municipal Management department, East Siberian State University of Technology and Management, Ulan-Ude, Russia; [ecagent@mail.ru](mailto:ecagent@mail.ru); <https://orcid.org/0000-0003-0947-730X>. Research interests: economic behavior, microeconomics, macroeconomics, regional economics, finance.

*Osodoeva Olga A.*, doctor of economic sciences, professor, professor, Economic Theory, World Economy, State and Municipal Management department, East Siberian State University of Technology and Management, Ulan-Ude, Russia; [osodoeva\\_olga@mail.ru](mailto:osodoeva_olga@mail.ru). Research interests: regional economics, economic theory, institutional economics, investment.

*Saktov Vladimir E.*, doctor of economic sciences, professor, President of the East Siberian State University of Technology and Management, Ulan-Ude, Russia; [Saktov\\_ve@mail.ru](mailto:Saktov_ve@mail.ru). Research interests: regional economics, economic theory, institutional economics, investment.

### **Вклад авторов в статью**

В. Ю. Абгалдаев – анализ нестабильности в 1920-е гг. на фондовом рынке США, выявление причин финансового кризиса, разработка методологии исследования, сбор материалов, библиографии, написание текста.

О. А. Осодоева – рекомендации по анализу нестабильности на рынке ценных бумаг США в 1920-е гг., оценка метода исследования, корректировка текста.

В. Е. Сактоев – руководство написания текста, общие замечания по работе, корректировка текста, согласование метода исследования для анализа нестабильности.

### **The authors` contribution to the article**

V. Yu. Abgaldaev – analysis of instability in the 1920s. on the US stock market, identifying the causes of the financial crisis, developing research methodology, collecting materials, bibliography, writing the text.

O. A. Osodoeva – recommendations for the instability analysis in the US securities market in the 1920s, evaluation of the research method, text correction.

V. E. Saktov – manual for writing the text, general comments on the work, correction of the text, agreement on the research method for the analysis of instability.

### **Для цитирования**

Абгалдаев В. Ю., Осодоева О. А., Сактоев В. Е. Анализ нестабильности в трудах Дж. М. Кейнса // Вестник Забайкальского государственного университета. 2023. Т. 29, № 3. С. 143–155. DOI: 10.21209/2227-9245-2023-29-3-143-155.

### **For citation**

Abgaldaev V. Yu., Osodoeva O. A., Saktov V. E. Instability analysis in J. M. Keynes's works // Transbaikalian State University Journal. 2023. Vol. 29, no. 3. P. 143–155. DOI: 10.21209/2227-9245-2023-29-3-143-155.